



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة قاصدي مرباح - ورقلة-
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية
وعلوم التسيير

رقم الترتيب:
رقم التسلسل:

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير
تخصص مالية الأسواق
إعداد الطالب: بن عيسي عبدالقادر

الموضوع:

أثر استخدام المشتقات المالية ومساهمتها في إحداث الأزمة المالية
العالمية
-دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية للفترة الممتدة من جانفي 2006 إلى غاية
ديسمبر 2010-

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 2012/ 12 / 09

أمام لجنة المناقشة:

د/ سليمان ناصر	أستاذ محاضر	جامعة قاصدي مرباح - ورقلة -	رئيسا
أ.د/ براق محمد	أستاذ التعليم العالي	المدرسة العليا للتجارة - الجزائر -	مقررا
د/ بن ساسي إلياس	أستاذ محاضر	جامعة قاصدي مرباح - ورقلة -	مناقشا
د/ بن عمارة نوال	أستاذة محاضرة	جامعة قاصدي مرباح - ورقلة -	مناقشة

السنة الجامعية 2011 / 2012



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
وزارة التعليم العالي والبحث العلمي
جامعة قاصدي مرباح - ورقلة-
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية
وعلوم التسيير

رقم الترتيب:

رقم التسلسل:

مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير
تخصص مالية الأسواق
إعداد الطالب: بن عيسي عبدالقادر

الموضوع:

أثر استخدام المشتقات المالية ومساهمتها في إحداث الأزمة المالية
العالمية
-دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية للفترة الممتدة من جانفي 2006 إلى غاية
ديسمبر 2010-

نوقشت وأجيزت علنا بتاريخ: 2012/ 12 / 09

أمام لجنة المناقشة:

د/ سليمان ناصر	أستاذ محاضر	جامعة قاصدي مرباح - ورقلة -	رئيسا
أ.د/ براق محمد	أستاذ التعليم العالي	المدرسة العليا للتجارة - الجزائر -	مقررا
د/ بن ساسي إلياس	أستاذ محاضر	جامعة قاصدي مرباح - ورقلة -	مناقشا
د/ بن عمارة نوال	أستاذة محاضرة	جامعة قاصدي مرباح - ورقلة -	مناقشة

السنة الجامعية 2011 / 2012

إهداء

إلى من قال فيهما المولي تعالي ﴿.... وبالوالدين إحسانا﴾ الآية -23- من سورة الإسراء.
إلى اللذين تحملا مشقة الحياة من أجل أن يوفرا لي سبيل العلم، وأحاطاني بكل الحب الذي يفيض من
قلبيهما رحمة وحنانا

أمي الحنون شفاها الله وأطال في عمرها

و أبي العزيز أطال الله عمره.

إلى الذين وفروا لي كل أسباب التوفيق والنجاح

... إخوتي الأعمام كل بأسمه وزوجاتهم وأبنائهم

... أخواتي العزيزات.

إلى الذين أجلوا أفكارني وبددوا حجب الظلمة في نفسي

...أساتذتي ومعلمي في كل الأطوار.

إلى من كانوا سندا لي بدعائهم وأموالهم ووقفوا معي ووقف الرجال ورفعوا رأسي عاليا أحبابي ورفقاء

حياتي..... أصدقائي.

إلى جميع زملاء الدراسة ورفقاء الدرب وأخص بالذكر حكيم، علي، ربيع، حسام، سليم، هاشمي.

وإلى من نسيهم قلبي ولم ينسهم قلبي أهدي هذا العمل المتواضع لجميع طلاب العلم.

عبدالقادر

شكر وعرفان

﴿ رب أوزعني أن اشكر نعمتك التي أنعمت علي وعلى والدي وأن اعمل صالحا ترضاه وأدخلني برحمتك في عبادك الصالحين ﴾.

الآية 19 - سورة النمل -

أتوجه بالشكر والحمد لله عز وجل الذي مدّني بالقوة والصبر

على مواصلة هذا العمل وإتمامه.

كما أتقدم بجزيل الشكر وعظيم التقدير إلى:

- الأستاذ الدكتور: براق محمد لتفضّله بالإشراف على هذا البحث، فكان لنا نعم المعلم الناصح الصابر، فله علينا دين سنبقى عاجزين على أدائه.

- إلى أساتذتي الأعزاء الذين سألنا شرف مناقشتهم لبحثي هذا، فلهم الشكر والعرفان.

- إلى أخوتي الذين شجعوني على مواصلة هذا البحث وإتمامه وكانوا لي السند الأول والأخير في مساعدتهم لي فجزاهم الله عنا كل الخير.

- إلى كل عمال مكتبة المدرسة العليا للتجارة وأخص بالذكر أحمد قندوزي ومعهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير بورقلة وعمال مكتبة جامعة محمد بوضياف بالمسيلة وجزاهم الله عنا كل الخير.

وإلى كل من ساعدني من قريب أو بعيد في إنجاز هذا البحث. فشكرا جزيلا لهم جميعا.

محمد القادر

بِسْمِ اللَّهِ الرَّحْمَنِ الرَّحِيمِ

﴿قُلْ هَلْ يَسْتَوِي الَّذِينَ يَعْلَمُونَ وَالَّذِينَ لَا يَعْلَمُونَ﴾

الآية -9- سورة الزمر.

﴿وَمَا أَوْثَقْتُمُ مِنَ الْعِلْمِ إِلَّا قَلِيلًا﴾

الآية -85- سورة الإسراء.

ملخص البحث

تهدف هذه الدراسة إلى التعريف بالمشتقات المالية - باعتبارها من الأدوات المالية التي أحدثت جدلا كبيرا بين الكتاب والمتعاملين بها - وأهم أنواعها وأوجه استعمالها وحجم المخاطر الناجمة عند استخدامها، ثم تسليط الضوء على الأزمة المالية العالمية وتداعياتها على الاقتصاديات العالمية والعربية، وسبل علاجها من منظور الاقتصاد الرأسمالي والاقتصاد الإسلامي.

إضافة إلى دراسة تأثير استخدام المشتقات المالية في إحداث الأزمات، ومحاولة إسقاط هذه الدراسة على سوق الكويت للأوراق المالية، وذلك من خلال توضيح مدى تأثيرها بالأزمة المالية العالمية من جهة، ومدى تأثير استخدامها للمشتقات المالية في إحداث أزمة داخل السوق من جهة أخرى، حيث شملت هذه الدراسة سلسلة من ستين (60) مشاهدة شهرية من القيمة السوقية لسوق الكويت للأوراق المالية، وقيمة عقود المشتقات المتداولة داخل السوق للفترة الممتدة من جانفي 2006 إلى غاية ديسمبر 2010.

خلصت الدراسة إلى أن المشتقات المالية التي كان هدفها الرئيسي هو تقليل المخاطر هي التي عظمت المخاطر، وعمدت على تحويلها من مستثمر لآخر دون أن يقضي ذلك بيعا للأصول محل التعاقد. كما بينت الدراسة أن سوق الكويت للأوراق لم يتأثر بشكل كبير وأن تأثيرها جاء متأخرا، كما لم تؤثر تداولات المشتقات المالية في السوق، وذلك راجع إلى محدودية حجم التعامل بهذه الأدوات.

الكلمات المفتاحية: المشتقات المالية، الأزمة المالية، الرهن العقاري، سعر الصرف، سعر الفائدة، سوق الكويت للأوراق المالية.

Summary

This study aims to introduce derivatives - as the financial instruments that caused much controversy among writers and its dealers out - and the most important types and aspects of use and the size of risks when you use it, then highlight the global financial crisis and its repercussions on the Arabic and global economies, and the ways of treatment from the capitalist economy's view and Islamic economy.

In addition to the study the effect and the use of financial derivatives in the creation of crisis, and try to drop the study on the Kuwait Stock Exchange, and that by clarifying the extent affected by the global financial crisis on the one hand, and the impact of its use of financial derivatives in causing the crisis within the market on the other hand, this study included a series of sixty (60) View monthly from the market value of the Kuwait Stock Exchange, and the value of derivatives contracts traded in the market for the period from January 2006 until December 2010.

The study concluded that financial derivatives, which its main objective is to reduce the risk it created the risk, and convert them from one investor to another without needing to make up that selling the assets on the place of contracting. The study also demonstrated that the Kuwait Stock Exchange was not significantly affected and that effect came late, and the trading of financial derivatives did not effect in the market, because of the limited, use volume of these tools.

Key-words: the financial derivatives, the financial crisis, sub prime mortgage, Benefits cost, Cost of money, the Kuwait Stock Exchange.

فهرس المحتويات

الفهرس العام

II-I	ملخص البحث
IX-III	الفهرس العام
X	قائمة الجداول
XI	قائمة الأشكال
XII	قائمة الملاحق
أ- و	المقدمة العامة
1	الفصل الأول: الأسواق المالية وأوراقها
2	المبحث الأول: السوق المالية وموقع سوق الأوراق المالية فيها
2	المطلب الأول: الإطار النظري للسوق المالية
2	أولاً: تعريف السوق المالية
3	ثانياً: وظائف الأسواق المالية وأهميتها
5	المطلب الثاني: تقسيمات الأسواق المالية
6	أولاً: التمييز على أساس تنظيم التعامل
9	ثانياً: التمييز على أساس القوانين التي يخضع لها السوق
10	ثالثاً: التمييز على أساس توقيت التنفيذ (تنفيذ الصفقة)
11	المطلب الثالث: كفاءة الأسواق المالية
11	أولاً: مفهوم كفاءة السوق
12	ثانياً: متطلبات كفاءة الأسواق المالية
12	ثالثاً: الصيغ المختلفة لكفاءة السوق المالية
14	المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية
14	المطلب الأول: الأسهم
14	أولاً: تعريف السهم
15	ثانياً: قيم السهم
17	ثالثاً: أنواع الأسهم وخصائص كل نوع
21	المطلب الثاني: السندات

21	أولا: تعريف السند
22	ثانيا: أنواع السندات وخصائصها
26	ثالثا: معدلات الفائدة على السندات ومقارنة بين الأسهم والسندات.
29	المبحث الثالث: تنظيم وسير سوق الأوراق المالية
29	المطلب الأول: المتعاملون في سوق الأوراق المالية
29	أولا: فئة المستثمرين
31	ثانيا: فئة المصدرين
33	ثالثا: فئة الوسطاء
34	المطلب الثاني: إدارة سوق الأوراق المالية
35	أولا: لجنة أو مجلس إدارة البورصة
35	ثانيا: الجمعية العامة
35	ثالثا: اللجنة العليا أو هيئة الأوراق المالية
35	رابعا: هيئة التحكيم
35	خامسا: مجلس التأديب
35	سادسا: مندوب الحكومة
36	المطلب الثالث: قواعد وإجراءات التعامل في سوق الأوراق المالية
36	أولا: الأوامر التي يصدرها العملاء
38	ثانيا: كيفية وشروط التعامل في البورصة
41	خلاصة الفصل الأول
42	الفصل الثاني: مفاهيم المشتقات المالية واستخداماتها
43	المبحث الأول: مفاهيم عامة حول المشتقات المالية
43	المطلب الأول: تعريف المشتقات المالية
43	أولا: التعريف الأول
44	ثانيا: التعريف الثاني
44	ثالثا: التعريف الثالث
44	رابعا: التعريف الاستنتاجي
45	المطلب الثاني: الهندسة المالية

45	أولاً: تعريف الهندسة المالية
46	ثانياً: نشأة الهندسة المالية وأسباب ظهورها
48	ثالثاً: مجالات الهندسة المالية
49	المطلب الثالث: دور الهندسة المالية في صناعة المشتقات المالية
49	أولاً: المهندسون الماليون
50	ثانياً: الصناعة المالية
50	المبحث الثاني: أنواع المشتقات المالية
52	المطلب الأول: عقود الخيار
52	أولاً: تعريف عقد الخيار
52	ثانياً: أنواع عقود الخيار
60	ثالثاً: خصائص عقود الخيار
61	المطلب الثاني: العقود الآجلة والمستقبلية
62	أولاً: العقود الآجلة
63	ثانياً: العقود المستقبلية
66	المطلب الثالث: عقود المبادلة
66	أولاً: تعريف عقود المبادلة
67	ثانياً: أنواع عقود المبادلة
70	ثالثاً: خصائص عقود المبادلة
71	المبحث الثالث: استخدامات المشتقات المالية ومخاطرها
71	المطلب الأول: استخدامات المشتقات المالية
71	أولاً: أنواع المتاجرين في المشتقات
73	ثانياً: استخدامات المشتقات المالية
79	المطلب الثاني: المخاطر المالية
79	أولاً: تعريف المخاطر
80	ثانياً: أنواع المخاطر
84	المطلب الثالث: مخاطر استخدام المشتقات المالية
84	أولاً: مخاطر الائتمان

85	ثانيا: مخاطر السوق
86	ثالثا: مخاطر التشغيل
86	رابعا: مخاطر التسوية
86	خامسا: مخاطر الإحلال
87	سادسا: مخاطر السيولة
87	سابعاً: مخاطر القانونية
89	خلاصة الفصل الثاني
90	الفصل الثالث: الأزمة المالية العالمية
91	المبحث الأول: ماهية الأزمات المالية
91	المطلب الأول: مفهوم الأزمات المالية وأنواعها
91	أولاً: تعريف الأزمة
92	ثانياً: تعريف الأزمة المالية
93	ثالثاً: أنواع الأزمات المالية
95	المطلب الثاني: المؤشرات الاقتصادية للأزمات المالية وأسباب حدوثها
95	أولاً: المؤشرات الاقتصادية للأزمات المالية
98	ثانياً: أسباب حدوث الأزمات المالية
102	المطلب الثالث: أهم أزمات الأسواق المالية العالمية
102	أولاً: أزمة 1929
103	ثانياً: أزمة البورصات 1987 (أزمة يوم الاثنين الأسود)
106	ثالثاً: أزمة دول جنوب شرق آسيا 1997
108	المبحث الثاني: الأزمة المالية العالمية 2008
108	المطلب الأول: جذور الأزمة المالية العالمية وأهم مراحلها
108	أولاً: جذور الأزمة المالية العالمية
110	ثانياً: المراحل المهمة للأزمة المالية العالمية
113	المطلب الثاني: قصة الأزمة المالية العالمية وأسباب حدوثها
113	أولاً: قصة الأزمة المالية العالمية
116	ثانياً: أسباب الأزمة المالية العالمية

- 120 المطلب الثالث: الآثار المترتبة على الأزمة المالية العالمية
- 120 أولا: أثر الأزمة المالية العالمية على اقتصاديات البلدان المتقدمة
- 122 ثانيا: أثر الأزمة المالية العالمية على اقتصاديات البلدان النامية
- 123 ثالثا: أثر الأزمة المالية العالمية على اقتصاديات البلدان العربية
- 127 **المبحث الثالث: أزمة الرهن العقاري ارتباطها بالمشتقات المالية وسبل علاجها**
- 127 المطلب الأول: ماهية الرهن العقاري
- 127 أولا: تعريف الرهن العقاري
- 128 ثانيا: خصائص الرهن العقاري
- 129 ثالثا: نشأة وتطور سوق الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية
- 130 المطلب الثاني: حجم المشتقات المالية وارتباطها بأزمة الرهن العقاري
- 130 أولا: تضاعف حجم المشتقات المالية
- 133 ثانيا: ارتباط المشتقات المالية بأزمة الرهن العقاري
- 135 المطلب الثالث: سبل علاج الأزمة المالية العالمية
- 136 أولا: خطط الإنقاذ العالمية لمواجهة الأزمة
- 137 ثانيا: معالم تخطي الأزمة المالية في ميزان الاقتصاد الإسلامي
- 143 **خلاصة الفصل الثاني**
- 144 **الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية لأثر استخدام المشتقات المالية ومساهمتها في إحداث الأزمة**
- 145 **المبحث الأول: ماهية سوق الكويت للأوراق المالية**
- 145 المطلب الأول: الإطار التنظيمي لسوق الكويت للأوراق المالية
- 146 أولا: المهام
- 146 ثانيا: أهداف سوق الكويت للأوراق المالية
- 147 ثالثا: الهيكل التنظيمي لسوق الكويت للأوراق المالية
- 148 رابعا: إدارة السوق
- 151 خامسا: القوائم المالية للسوق
- 151 سادسا: نظام التداول في السوق
- 152 المطلب الثاني: الإطار التشريعي لسوق الكويت للأوراق المالية
- 152 أولا: عضوية السوق

- 153 ثانيا: قيد وقبول الأوراق المالية وتداولها
- 154 ثالثا: لجنة التحكيم
- 154 رابعا: لجنة التأديب
- 155 المطلب الثالث: الإطار العملي لسوق الكويت للأوراق المالية
- 155 أولا: أدوات الاستثمار المتداولة
- 155 ثانيا: إجراءات التداول
- 156 ثالثا: نظام التسويات ونقل الملكية
- 156 رابعا: الأسواق التي يتم فيها التداول
- 159 خامسا: علاقة السوق مع الأسواق المالية الأخرى
- 159 سادسا: نظام المعلومات والإفصاح في السوق
- 160 المبحث الثاني: تأثير الأزمة على سوق الكويت للأوراق المالية
- 160 المطلب الأول: دراسة أداء المؤشر الوزني لسوق الكويت للأوراق المالية
- 160 أولا: المؤشر الوزني لسوق الكويت للأوراق المالية
- 163 ثانيا: تطور أداء المؤشر الوزني لسوق الكويت للأوراق المالية 2006-2010
- 164 ثالثا: تحليل تطور أداء المؤشر الوزني لسوق الكويت للأوراق المالية 2006-2010
- 166 المطلب الثاني: تقدير واختبار النموذج
- 167 أولا: الدراسة الوصفية لبيانات السلسلة
- 167 ثانيا: تقدير نموذج الانحدار الخطي البسيط
- 168 ثالثا: اختبار المعنوية الإحصائية للمعالم
- 169 رابعا: اختيار المعنوية الكلية للنموذج
- 169 خامسا: تشخيص النموذج
- 170 سادسا: اختبار شاو $CHAW$ (حالة وجود تغير هيكلية)
- 170 سابعا: شكل النموذج الكلي الأصلي والمقدر
- 171 المطلب الثالث: دراسة بواقي النموذج الكلي
- 171 أولا: حساب بواقي تقدير النموذج الكلي المقدر e_t
- 172 ثانيا: اختبار التوزيع الطبيعي لسلسلة بواقي النموذج الكلي
- 175 ثالثا: تحليل دالة الارتباط الذاتي لبواقي النموذج الكلي

176	رابعا: اختبار لجينغ بوكس $ljung- box -pierce$
176	خامسا: اختبار دارين واتسون DW
	المبحث الثالث: تأثير المشتقات المالية على أحداث أزمة مالية في سوق الكويت للأوراق المالية
178	المطلب الأول: تقدير واختبار النموذج
178	أولا: الدراسة الوصفية لبيانات السلسلة
178	ثانيا: تقدير نموذج الانحدار الخطي البسيط
180	ثالثا: اختبار المعنوية الإحصائية للمعالم
180	رابعا: اختيار المعنوية الكلية للنموذج
180	خامسا: تشخيص النموذج
181	سادسا: شكل النموذج الكلي الأصلي والمقدر
182	المطلب الثاني: دراسة بواقى النموذج الكلي
182	أولا: حساب بواقى تقدير النموذج الكلي المقدر e_t
183	ثانيا: اختبار التوزيع الطبيعي لسلسلة بواقى النموذج الكلي
186	ثالثا: تحليل دالة الارتباط الذاتي لبواقى النموذج الكلي
187	رابعا: اختبار لجينغ بوكس $ljung- box -pierce$
187	المطلب الثالث: الأزمة في الكويت انعكاساتها وآثارها وسبل الخروج منها
187	أولا: انعكاسات الأزمة على الاقتصاد الكويتي
188	ثانيا: آثار الأزمة المالية على الاقتصاد الكويتي
189	ثالثا: سبل الخروج من الأزمة
191	خلاصة الفصل الرابع
192	الخاتمة العامة
196	المراجع
vii-i	الملاحق

قائمة الجداول

الصفحة	عنوان الجدول	رقم
28	مقارنة بين الأسهم والسندات	1-1
97	المؤشرات الاقتصادية التقليدية الدالة على وقوع الأزمات المالية	1-3
104	نسب التغير في قيم مؤشرات 15 دولة خلال عام 1987 وشهر أكتوبر من نفس العام	2-3
124	خسائر بعض المصارف والمؤسسات الخليجية	3-3
132	تطور حجم المشتقات على الصعيد العالمي في نهاية ديسمبر من كل عام	4-3
163	تطور أداء المؤشر الوزني لسوق الكويت للأوراق المالية 2010/2006	1-4
168	تقدير النموذج الكلي	2-4
179	تقدير النموذج الكلي	3-4

قائمة الأشكال

الصفحة	عنوان الشكل	رقم الشكل
5	تقسيمات السوق المالي	1-1
7	أقسام سوق الأوراق المالية	2-1
51	أنواع المشتقات المالية	1-2
67	أنواع عقود المبادلة	2-2
147	الهيكل التنظيمي لبورصة الكويت	1-4
164	منحنى تطور أداء المؤشر الوزني لسوق الكويت للأوراق المالية 2010/2006	2-4
170	مقارنة بين السلسلة الأصلية والسلسلة المقدرة للنموذج الكلبي	3-4
172	منحنى بياني لسلسلة بواقى النموذج الكلبي	4-4
173	معاملات التوزيع الطبيعي للبواقى	5-4
175	دالة الارتباط الذاتي لبواقى التقدير	6-4
177	خط الارتباط الذاتي للأخطاء بطريقة DW	7-4
181	مقارنة بين السلسلة الأصلية والسلسلة المقدرة للنموذج الكلبي	8-4
183	منحنى بياني لسلسلة بواقى النموذج الكلبي	9-4
184	معاملات التوزيع الطبيعي للبواقى	10-4
186	دالة الارتباط الذاتي لبواقى التقدير	11-4

قائمة الملاحق

i	قيمة المشتقات المالية المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية	01
ii	القيمة السوقية أو الرأسمالية لسوق الكويت للأوراق المالية	02
iii	قيمة المشتقات المالية المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية باللوغاريتم	03
iv	القيمة السوقية أو الرأسمالية لسوق الكويت للأوراق المالية باللوغاريتم	04
v	التوزيع الطبيعي المعياري	05
vi	التوزيع فيشر عند مستوى معنوية $\alpha = 5\%$ وبدرجتي حرية d2,d1	06
vii	التوزيع كاي دو عند مستوى معنوية α وبدرجة حرية v	07

المقدمة العامة

المقدمة العامة

1- أهمية البحث وسبب اختياره

تتمثل أهمية البحث وسبب اختياره في:

1-1- أهمية البحث

تلعب سوق الأوراق المالية دوراً مهماً في توفير السيولة اللازمة لتحقيق التنمية الاقتصادية المنشودة، وتعتبر تلك الأسواق من أكثر الأسواق تأثراً بالأحداث الاقتصادية العالمية، ومن المفارقات العجيبة أن هذه السوق بالغة الأهمية وفي نفس الوقت بالغة الخطورة، حيث يشهد لها بالمساهمة البارزة في كل تقدم ونمو من جهة، وتتحمل أزمات وتلحق مخاطر بالغة العبء والثقل بالمجتمعات من جهة أخرى.

ومن أجل مواجهة هذه الأزمات والمخاطر المستجدة والمتزايدة التي نجمت عن التحرير المالي والاقتصادي، خاصة تحرير أسعار الصرف ومعدلات الفائدة والتقلبات في أسعار الأصول المالية، تم ابتكار تقنيات مالية عدة -منها المشتقات المالية- بهدف تمكين المتعاملين الاقتصاديين من التغطية من المخاطر المختلفة التي يتعرضون إليها خلال ممارستهم للأنشطة المالية. لكن ما حدث هو العكس، فإن السماسرة المضاربين عادة ما يلجأون إليها وبشكل كبير، لذلك لعبت دوراً بالغ الأهمية في النمو المفرط للأنشطة المالية وبالتالي في تحقق الانفصال بين الأنشطة الحقيقية والأنشطة المالية، وقد بلغ حجم تجارة هذه المشتقات أضعافاً مضاعفة من حجم التداول السلعي المتاح في العالم.

والجدير بالذكر أن الأزمة المالية التي يعيشها الاقتصاد الكويتي قد أثرت وبشكل كبير على معظم المؤسسات المالية والاقتصادية، وقد اتفق المحللون على أن الأزمة التي تمر بها سوق الكويت للأوراق المالية هي في أغلبها مستوردة أتت بظلالها بشكل ما على المؤسسات المالية الكويتية، تبع ذلك الأبعاد النفسية للمستثمرين وتحديدًا الصغار منهم. وقد تضافرت جهود الجهات المعنية بالأزمة ومنذ بدايتها لإيجاد الحلول المناسبة التي تحمي المؤسسات المالية.

وبدأت ملامح الأزمة تظهر عندما أخذت البنوك الكويتية تجد صعوبة في جمع تمويل بين البنوك في الأسواق الدولية، ومن ثم بدأت البنوك الأجنبية ترفض إعادة تمويل ديون المؤسسات الكويتية التي لم تعد تستطيع إعادة تجديد أجل استحقاق ديونها مع البنوك الكويتية. وأخذ الوضع يسوء عندما أعلنت خسائر التعامل بالمشتقات في بنك الخليج. في حين أن هذه العقود تثير الكثير من الجدل حول مشروعيتها، سواء من الناحية القانونية أو الاقتصادية. فالمدافعون عن المشتقات يرون أنها أدوات لنقل المخاطر من الوحدات المنتجة كالشركات التي لا ترغب في تحمل مخاطر الأسعار إلى الوحدات القادرة على تحمل هذه المخاطر، وهذا ما يسمى بعملية التحوط،

أي توقي الشركات للمخاطر وتجنبها. لكن المعارضين يقولون إن المشتقات هي نفسها أدوات المحازفة والرهان على تقلبات الأسعار. ومن أجل معرفة هذه الأدوات أكثر ومدى ارتباطها بالأزمة المالية العالمية من جهة، وأثرها على سوق الأوراق المالية الكويتي من جهة أخرى، تكتسب هذه الدراسة أهميتها حيث جاءت لمناقشة موضوع: أثر استخدام المشتقات المالية ومدى مساهمتها في إحداث أزمة مالية عالمية (دراسة حالة سوق الكويت للأوراق المالية).

1-2- أسباب اختيار البحث

تم اختيار البحث لعدة اعتبارات منها:

- الغموض واللبس الذي يكتنف الأدوات المالية المشتقة، خاصة بعد الجدل الدائر حولها.
- إبراز انعكاسات التحرير المالي والصناعة المالية على الأسواق المالية، في ظل الأزمة المالية الراهنة.
- لفت انتباه السوق الجزائرية إلى ضرورة توفير ميزة التنويع الاستثماري من خلال توفير احتياجات المستثمرين من الابتكرات المالية المتمثلة في المشتقات المالية.
- ارتباط الموضوع بمجال تخصص الباحث وهو مالية الأسواق.

2- الهدف من البحث

يتمثل الهدف الأساسي لهذا البحث فيما يلي:

- محاولة التعرف على الجانب النظري والعملي للأسواق المالية من خلال التعريف بها وبأنواعها وأهم الأدوات المتداولة فيها ومختلف المتعاملين فيها.
- محاولة الإحاطة بمختلف الجوانب النظرية والفنية للمشتقات المالية وكذا التعرف على أهم استخداماتها ومخاطرها ومدى مساهمتها في إحداث الأزمات.
- محاولة دراسة سوق الكويت للأوراق المالية من خلال تأثير الأزمة عليها، ومدى تأثيرها بالمشتقات المالية باعتبارها من أكبر الأسواق العربية تعاملًا في هذا النوع من الأدوات.

3- إشكالية البحث

لعل من بين أهم ما يميز به العصر الحالي هو تزايد أهمية صناعة المشتقات المالية، سواء من ناحية حجم التعامل بهذه الأدوات الجديدة أو من ناحية تنوعها بحيث شملت مجموعة واسعة من العقود لكافة أنواع الأوراق المالية والسلع وغيرها من الموجودات الأخرى، أو من ناحية اتساع عدد المشاركين في أسواق المشتقات. وقد ساهم مساهمة فعالة في تسارع ثورة المشتقات التنافس المحموم بين المؤسسات المالية، على اختلاف أنواعها وما ترتب عليه من تسابق بينها لابتكار أحدث المنتجات والأدوات المالية، وطرحها في الأسواق وما صاحبها من عوامل الإغراء للمستثمرين والمتعاملين للإقبال عليها كأدوات للمضاربة والتحوط. كل هذه

العوامل ساهمت في إحلال التوازن في النظام المالي ومنه حدوث الأزمات. ومن خلال هذا يتم طرح الإشكالية المالية:

ما مدى تأثير استخدام المشتقات المالية على إحداث الأزمة المالية العالمية؟ وماذا عن حالة سوق الكويت للأوراق المالية؟

ولتوضيح مضامين هذه الإشكالية يتم طرح بعض الأسئلة الفرعية كما يلي:-

- ما هي الجوانب النظرية والفنية للأدوات المالية وأسواقها ومن هم أهم المتعاملين في الأسواق المالية؟
- ما هي أهم الأدوات المالية المشتقة وما علاقتها بالهندسة المالية، وما هي خصائص كل نوع منها؟
- ما هي استخدامات المشتقات المالية، والمخاطر والمزايا الناجمة عن هذه الاستخدامات؟
- ما هي أهم الأزمات المالية، وما هي الأزمة المالية العالمية، أسبابها وتداعياتها على الاقتصاد العالمي؟
- ما مدى مساهمة المشتقات المالية في الأزمة المالية العالمية، وما هي سبل مواجهة هذه الأزمة وإلى أي مدى يمكن اعتبار النظام الإسلامي بديلاً؟
- ما مدى تأثير سوق الكويت للأوراق المالية بالأزمة المالية العالمية، وما مدى تأثير التعامل بالمشتقات على إحداث أزمة في هذه السوق؟

4- فرضيات البحث

للخوض أو البحث في أي موضوع، لابد من صياغة فرضيات أساسية مرتبطة منطقياً ومعقولاً مع الموضوع قيد الدراسة، ويكون هذا بعد الاطلاع على المعلومات التي لها علاقة مع موضوع البحث. وعليه تنطلق هذه الدراسة من فرضية عامة مفادها: تساهم المشتقات المالية بشكل كبير في إحداث الأزمة المالية العالمية، وهذا راجع للاستعمال المفرط لهذا النوع من الأدوات في المضاربة من جهة، وللفجوة التي تحدثها المشتقات المالية بين الاقتصاد المالي والحقيقي من جهة أخرى.

ويمكن تجزئة هذه الفرضية إلى جملة من الفرضيات التي سيجري اختبارها من خلال هذه الدراسة، وهي فيما يلي:

- السوق المالية هي وسيلة يسقط فيها شرط المكان، تساعد على نقل مدخرات وحدات الفائض إلى من يحتاجونها من وحدات العجز.
- تعتبر المشتقات المالية إحدى أدوات الهندسة المالية، وقد ساعد على ظهورها تقلب أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات الأجنبية.
- تحتوي المشتقات المالية على عدد كبير من الأدوات والتي يصعب عدّها، وهي تحتوي على خسائر هائلة وغير محتملة على الرغم من أنها إحدى أدوات التغطية ضد المخاطر.

- يعتبر التوسع المفرط في منح الائتمان والمضاربات الوهمية والافتقار إلى شفافية القطاع المالي، أهم الأسباب المشتركة في حدوث الأزمات.
- ترجع الأزمة المالية العالمية إلى عدة أسباب، لكن التوسع المفرط في التعامل بالمشتقات المالية بالإضافة إلى استعمالها كأداة للمضاربة يعتبران من أهم الأسباب.
- يعتبر الاقتصاد الإسلامي أهم البدائل للنظام الرأسمالي، خاصة إذا تجسد هذا الاقتصاد من خلال منتجات وأدوات مالية تطبق فلسفة الاقتصاد الإسلامي.
- تأثر سوق الكويت للأوراق المالية بشكل كبير بالأزمة المالية العالمية، خاصة أن هذه السوق تتميز بحجم تداول كبير، بالإضافة إلى أنها سوق تتعامل بالمشتقات المالية مما زاد من حدة هذه الأزمة.

5- المنهج المتبع

لكي يتسنى إنجاز هذا البحث وقصد إثبات صحة الفرضيات من عدمها سوف يتم الاعتماد في الفصول الثلاثة الأولى على المنهج الوصفي والمنهج التحليلي، فالمنهج الوصفي يتم استعماله في مختلف المفاهيم والتعاريف، أما المنهج التحليلي فيتم استخدامه في الجداول والتقارير والتحليل، كما يتم الاعتماد كذلك على منهج دراسة حالة في الفصل الرابع.

6- خطة البحث

على ضوء ما سبق وحسب الإشكالية المطروحة، سوف يتم تقسيم هذا البحث إلى أربعة فصول، كما يلي:

الفصل الأول يكون بمثابة مقدمة تهدف إلى التعريف بالأسواق المالية وأوراقها، وينقسم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث، يتكلم المبحث الأول عن السوق المالية وموقع سوق الأوراق المالية فيها. أما المبحث الثاني فيتكلم عن أهم الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية والمتمثلة في الأسهم والسندات، وذلك من خلال التعريف بها وبأنواع وخصائص كل أداة. أما المبحث الثالث فيتكلم عن تنظيم سير سوق الأوراق المالية وذلك من خلال التطرق لأهم المتعاملين في سوق الأوراق المالية وأهم الهيئات واللجان المسؤولة عن تنظيم السوق وكذا قواعد وإجراءات التداول في السوق.

أما الفصل الثاني فيأتي بعنوان المشتقات المالية مفاهيم واستخدامات، وينقسم هو الآخر إلى ثلاثة مباحث، يتكلم المبحث الأول عن مفاهيم ومبادئ عامة حول المشتقات المالية وذلك من خلال التعريف بها وبالهندسة المالية ودور هذه الأخيرة في صناعة المشتقات المالية. أما المبحث الثاني فيعرض أنواع المشتقات المالية وذلك من خلال التعريف بكل نوع وتقسيمات وخصائص كل منها. أما المبحث الثالث فيتكلم عن استخدامات المشتقات المالية ومخاطرها وذلك من خلال التطرق للمخاطر التي تتعرض لها الأنشطة الاقتصادية واستخدامات المشتقات المالية وكذا المخاطر الناجمة عن استخدام هذه الأنواع من الأدوات.

أما الفصل الثالث فيتم تخصيصه للأزمة المالية العالمية، ويحتوي هذا الفصل بدوره على ثلاثة مباحث، يتناول المبحث الأول أهم الأزمات التي تعرضت لها البلدان المتقدمة والنامية. أما المبحث الثاني فيتكلم عن الأزمة المالية العالمية لعام 2008 وذلك من خلال التطرق لأسبابها وأهم مراحلها والآثار المترتبة عليها. أما المبحث الثالث فيتعرض لأزمة الرهن العقاري وارتباطها بالمشتقات المالية وسبل علاج هذه الأزمة وذلك من خلال التعرض لمهية الرهن العقاري وحجم المشتقات المالية وكذا سبل علاج الأزمة المالية من المنظور الغربي والإسلامي. ويأتي الفصل الرابع والأخير لدعم الدراسة النظرية، وذلك بالدراسة التطبيقية لأثر استخدام المشتقات المالية ومساهمتها في إحداث أزمة في سوق الكويت للأوراق المالية. ويتم تقسيم هذا الفصل كذلك إلى ثلاثة مباحث يعرض الأول الإطار التنظيمي والتشريعي وكذا العملي لسوق الكويت للأوراق المالية. أما المبحث الثاني فيتم تخصيصه لدراسة تأثير الأزمة المالية العالمية على سوق الكويت للأوراق المالية وذلك من خلال دراسة المؤشر الوزني لهذا السوق. أما المبحث الثالث يتناول دراسة تأثير التعامل في المشتقات المالية على القيمة السوقية لسوق الكويت للأوراق المالية، وتأثيرها على إحداث أزمة في هذه السوق.

7- الدراسات السابقة

وفي حدود علم الباحث تم تناول موضوع أثر استخدام المشتقات المالية ومساهمتها في إحداث الأزمة المالية العالمية فيما يلي:

دراسة مسعود امحيطنة بعنوان: هل "الممولة" هي سبب الأزمة المالية والاقتصادية العالمية الراهنة؟ الدراسة عبارة عن مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي الرابع سنة، حيث عاجلت الدراسة العلاقة السببية بين التحرير المالي وما تمخض عنه من ابتكارات الهندسة المالية والأزمات المالية، سيما وأن وتيرة تكرارها ازدادت خلال موجة العولمة الراهنة، وكذا سبل مواجهة مثل هذه الآثار السلبية للتحرير المالي.

وتوصلت الدراسة إلى أن تحويل التقنيات المالية من أدوات تغطية من المخاطر المختلفة إلى أدوات مضاربة كان من شأنه أن ضخّم حجم الأنشطة المالية بقدر كبير، مما جعلها تكتسب القدرة على التغذية الذاتية، محققة لأصحابها معدلات عائد تفوق بكثير نظيراتها في الأنشطة الاقتصادية الحقيقية، وهو ما كرس عملية التفاوت المفرط في الثروات والدخول.

دراسة محمود سحنون وسميرة محسن بعنوان: مخاطر المشتقات المالية ومساهمتها في خلق الأزمات، الدراسة عبارة عن مداخلة مقدمة إلى الملتقى الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية بجامعة فرحات عباس بسطيف أيام 20-21 أكتوبر 2009. حيث ذكرت الدراسة أن الاستعمال الأول الذي ظهرت من أجله عقود المشتقات المالية هو تغطية مخاطر السوق المتمثلة في تقلبات أسعار الفائدة، أسعار الصرف، وتقلبات أسعار الأسهم. إلا أنها لم تنحصر في ذلك، بل استخدمت أيضا في المضاربة حتى من طرف

المستعملين الذين يفتقدون للفهم العام لهذه الأدوات، بسبب تعقدها. وهو ما أدى إلى تسببها في الأزمات في كثير من الأحيان.

وتوصلت الدراسة إلى أن المشتقات المالية شهدت هجوما مستمرا باعتبارها أدوات تبالغ في المضاربة، وبالتالي فهي تعرض المستعملين إلى مستويات من المخاطرة لا يمكن تحملها. ومما لا غرو فيه أن المشكلات المعروفة أمام الجمهور، والتي تعرضت لها مجموعة من المنشآت، قد سلطت الأضواء اللازمة على النتائج الناشئة عن سوء استخدام المشتقات.

في حين أن المشتقات تحقق للمصارف العديد من المزايا، فإنها يجب أن تستخدم بأسلوب متدبر. يتطلب ذلك النظر ليس إلى إيجابيات الاحتياط فحسب، وإنما إلى المخاطر المرتبطة بأدوات المشتقات.

دراسة **Claudiu Tiberiu ALBULESCU & Daniel GOYEAU (2010)** عن

علاقة التقلبات المالية والمشتقات المالية، وتهدف هذه الدراسة إلى إبراز العلاقة بين حجم المعاملات للمشتقات المالية وتقلبات أسعار الأصول الكامنة وراءها، وقد جاءت هذه الدراسة لوجود أثر التعامل بالمشتقات المالية على تقلب أسعار الأصول الأساسية، حيث أن كلا من عمليات التحوط والمضاربة تستند إلى تقلبات أسعار الأصول الكامنة وراءها، لكن ما خلصت إليه الدراسة هو وجود علاقة ذات اتجاهين بين حجم المشتقات المالية وأسعار الأصول المالية وهذا في ظل المعلومات غير المتماثلة بين المتعاملين في السوق المالية، كما قامت الدراسة باختبار العلاقة السببية بين المشتقات المالية (العقود الآجلة والخيارات) ومؤشر الأوراق المالية لبعض البورصات. تعد دراستنا امتدادا للدراسات السابقة ومكملة لها، إلا أنها تختلف عن الدراسات السابقة في العديد من الجوانب أبرزها:

- إبراز أثر استخدام المشتقات المالية ومساهمتها في إحداث الأزمة المالية في سوق الكويت للأوراق المالية.

- لم تقتصر دراستنا على أثر استخدام المشتقات المالية على أداء السوق الكويتي، بل تعدت ذلك بطرح الأدوات المالية الإسلامية كبديل لهذا النوع من الأدوات المالية.

الفصل الأول

الأسواق المالية وأوراقها

الفصل الأول: الأسواق المالية وأوراقها

تعتبر سوق الأوراق المالية قاعدة رئيسية للنمو الاقتصادي، ومرآة للاقتصاد الوطني، ولا يمكن لأي اقتصاد أن يحقق نتائج ملموسة دون رواج هذه السوق، فهي تيسر تداول الأوراق المالية المعبرة عن الأصول، والوسيلة الفعالة في تحريك المدخرات إلى قنوات الاستثمار، وبقدر كفاءة هذه الوظيفة، وملاءمة الأوراق لحاجات السوق بقدر ما يحسن تخصيص الموارد، وبقدر ما يجعل تحركات الموارد المالية من مختلف الاستخدامات رشيدا، وخصوصا إذا استرشدت بالأرباح وتوقعاتها.

وتمثل الورقة المالية السلعة الأصل الذي يجري تداولها بيعا وشراء في السوق المالية، لذلك فهي العمود الفقري في السوق المالية المعاصرة، من هنا تبرز ضرورة دراسة الأوراق المالية كجزء مهم من دراسة الأسواق المالية.

الواقع أن فكرة السوق كسوق ليست جديدة فهي موجودة منذ القدم ولكن الجديد في الأمر الوسائل المستعملة والأدوات الاستثمارية وأساليب تداولها في ظل التطورات المالية والاقتصادية، وتبعا لتطور وسائل الاتصال، ووجود السماسرة والوسطاء.

وقصد التعمق أكثر في محتويات الأسواق المالية وأدواتها، يتم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث كما يلي:

- سوق الأوراق المالية وموقعها من السوق المالية؛
- الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية؛
- تنظيم وسير سوق الأوراق المالية.

المبحث الأول: السوق المالية وموقع سوق الأوراق المالية فيها

تحتل سوق الأوراق المالية مكانة كبيرة في الاقتصاديات الحديثة، ويرجع ذلك إلى الفئاعة المتزايدة بأهميتها في مسيرة التنمية والدور الذي يمكن أن تلعبه في حشد المدخرات المحلية واستقطاب حتى الاستثمارات الأجنبية باعتباره حلقة الوصل بين المدخرين والمستثمرين.

وقصد التعرف أكثر على خصوصيات السوق المالية يتم تقسيم هذا المبحث إلى ثلاثة مطالب هي:

- الإطار النظري للسوق المالية؛
- تقسيمات الأسواق المالية؛
- كفاءة الأسواق المالية.

المطلب الأول: الإطار النظري للسوق المالية

تعد الأسواق المالية مركزا حيويا في النظم الاقتصادية المعاصرة خاصة التي تعتمد على نشاط القطاع العام والخاص في تجميع رؤوس الأموال بهدف التنمية الاقتصادية وتنمية الأسواق المالية بأهمية خاصة نظرا لما تزاوله من نشاط.

أولاً: تعريف السوق المالية

هناك عدة تعاريف للسوق المالية منها:

1- التعريف الأول

السوق المالية هي همزة وصل بين الادخار والاستثمار من خلال عدة أدوات ومؤسسات متخصصة، فهي تهيئ الفرصة للأرصدة الفائضة عن حاجة مالكيها لكي توضع في متناول أيدي الباحثين عنها.¹

2- التعريف الثاني

يقصد بالسوق المالية إذا نطق بدون تحديد إلى سوق الأوراق المالية من الأسهم والسندات وهذا هو المفهوم الضيق للسوق المالية ويطلق عليه مصطلح البورصات، وهناك مفهوم آخر يشمل المؤسسات المالية التي تتعامل في الاقتراض طويل الأجل فقط، غير أن المفهوم المقبول للسوق المالية هو الذي يتضمن أيضا جميع الوسطاء والمؤسسات المالية المختلفة بالإضافة إلى سوق النقد.

¹ - زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 1998، ص: 124.

3- التعريف الثالث

السوق المالية هي وسيلة يتتفي فيها شرط المكان، يلتقي خلالها المشترون والبائعون والوسطاء والمتعاملون الآخرون والإداريون من ذوي الاهتمامات المادية والمهنية بالأدوات الرأسمالية والنقدية أو بالصرف الأجنبي بغرض تداول وتوثيق وتعزيز الأصول المختلفة الحقيقية والمالية والنقدية لفترات متباينة طويلة وقصيرة اعتماداً على قوانين وأنظمة وتعليمات وإلى حد ما عادات وتقاليد وأعراف معتمدة محلياً ودولياً.¹

4- التعريف الشامل

يطلق مصطلح السوق المالية بمعناه الضيق على سوق الأوراق المالية وبمعناه الواسع على مجموع التدفقات المالية في المجتمع سواء كانت لآجال قصيرة أو متوسطة أو طويلة بين أفراده ومؤسساته وقطاعاته، وفي ظل المعنى الواسع فتتخصص السوق المالية في معاملات محددة لا في مكان محدد. وهكذا يمكن القول أن السوق المالية تشتمل على البنك المركزي والبنوك التجارية وشركات التأمين وشركات الاستثمار المالي والمؤسسات المالية وبورصات الأوراق المالية وكافة المؤسسات التي تتعامل مع التدفقات المالية.

ثانياً: وظائف الأسواق المالية وأهميتها

تكمن أهمية الأسواق المالية بشكل عام في الدور الأساسي الذي تلعبه في حياة الأفراد وجميع نواحي الحياة الاقتصادية في الاستثمار والادخار والمدفوعات والسياسات النقدية بشكل خاص. فهي تساعد على نقل مدخرات الأفراد والمؤسسات (وحدات الفائض) إلى من يحتاجونها من المستثمرين أفراداً ومؤسسات وحكومات (وحدات العجز). وهذا الدور بالغ الأهمية بل جوهري لصحة الاقتصاد ونموه وحيويته. أما تفصيلات الوظائف التي تقوم بها الأسواق المالية في هذا المجال الاقتصادي فهي كما يلي:²

1- تشجيع الادخار

تشجيع الأفراد والمؤسسات على الادخار، وذلك عن طريق سهولة تحويل مدخراتهم إلى استثمارات في الأسهم والسندات وغيرها من أدوات التعامل في الأسواق المالية للحصول على مردود ملائم لمستوى مخاطر ملائم.

¹ - هوشيار معروف، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2009، ص: 58.

² - زياد رمضان ومروان شموط، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2008، ص: 9-11.

2- المحافظة على الثروة وتنميتها

تعتبر الأسهم والسندات وغيرها من الأوراق التي يتم التعامل بها في الأسواق وسيلة مهمة من وسائل حفظ القيم (القوة الشرائية) حتى موعد الحاجة إليها في المستقبل فيتم بيعها ولاسيما أن الأوراق المالية لا تستهلك أو تتآكل بمردود الزمن بل إنها على العكس تولد أرباحا وبذلك فإنها تساعد على نمو ثروة من يقتهاها.

3- تسهيل الحصول على الائتمان

يقصد به اقتراض النقود مقابل وعد بالوفاء في المستقبل، حيث تتيح الأسواق المالية أدوات متعددة للائتمان والحصول عليه لمن يطلبه ممن تتوفر فيهم شروط الحصول عليه.

4- تسهيل الحصول على السيولة

تعد الأسواق المالية وسيلة فعالة لتحويل الأدوات المالية (الأسهم والسندات وما شابه) إلى نقد جاهز عند الحاجة إليه.

5- تسهيل المدفوعات

بواسطة الأدوات المالية ذات العلاقة الكمبيالات والبطاقات الائتمانية والقبولات Acceptance وما شابه والتعامل معها، والتي تستعمل للوفاء بالديون الناشئة عن المعاملات التجارية والاقتصادية المختلفة.

6- المساعدة على تخفيض مخاطر الاستثمار

يتم تخفيض مخاطر الاستثمار بأخذ الأساليب الموالية:

1- التأمين insurance

ضد نتائج بعض المخاطر إذا وقعت مثل الحرائق والسرقات وتأمين السيارات... الخ، وخاصة في مجال الاستثمار الحقيقي.

2- التنوع diversification

أي تنوع مجالات وأوجه الاستثمار عملا بالمبدأ القائل (لا تضع جميع ما تملكه من بيض في سلة واحدة) وهو أمر واضح ومؤداه أن لا يستثمر المستثمر جميع أمواله في مجال واحد أو مؤسسة واحدة، وتساعد الأسواق المالية كثيرا على التنوع.

3- التحوط hedging

أي الدخول في عقود مستقبلية ذات علاقة بأسعار العملات الأجنبية أو أسعار الأسهم التي قد تسوء في المستقبل، فيدخل المستثمر في اتفاق على بيع أو شراء مقدار معين من العملة (الدولار مثلا أو أسهم أو سلعة معينة) بتاريخ معين وبسعر يتفق عليه من الآن وبغض النظر عما سيكون عليه السعر في المستقبل.

وتساعد الأسواق المالية على ذلك كثيرا. إذ أنه أصبح من المألوف فيها في هذه الأيام وجود مثل هذه العقود.

7- المساعدة على تنفيذ السياسات النقدية

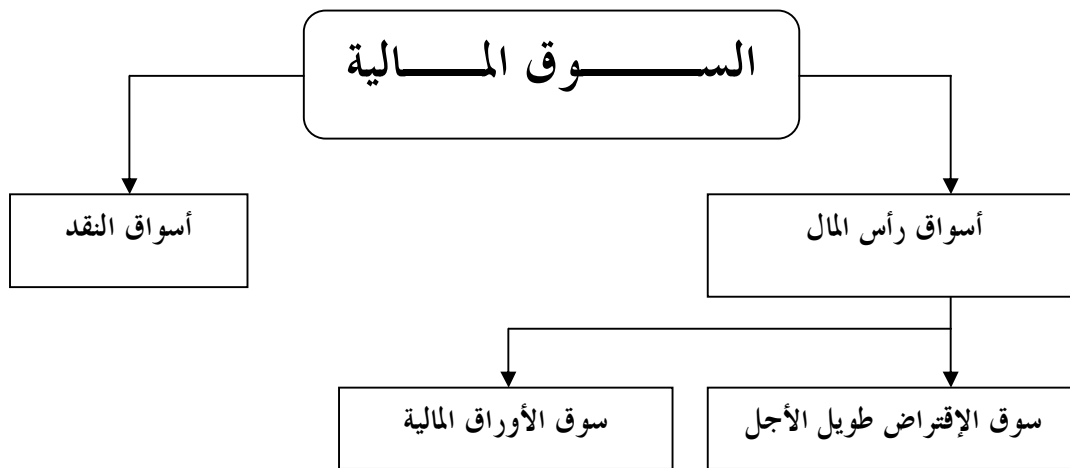
وذلك عن طريق البنك المركزي حيث يستعمل البنك المركزي أسلوب عمليات السوق المفتوحة (open market operations). والمقصود بها أنه إذا أراد البنك المركزي مكافحة التضخم، فإنه يلجأ إلى أساليب منها أن يستجيب (يشفط) جزء من الكتلة النقدية من يدي الجمهور والبنوك فيطرح في الأسواق المالية أدوات مالية (سندات وأذونات خزينة) ويبيعها بأسعار تعود على المشتريين بعوائد مغرية. وإذا أراد مكافحة الركود (يضخ) في الاقتصاد مبالغ من النقود عن طريق شراء سندات وأوراق وأدوات مالية أخرى.

المطلب الثاني: تقسيمات الأسواق المالية

حمل تطور الأسواق المالية خلال العقود الأخيرة تنوعاً متزايداً من حيث التنظيمات والوظائف والأدوات والمجالات.

وفيما يلي شكل يوضح تقسيمات السوق المالي:

الشكل رقم (1-1): تقسيمات السوق المالي



المصدر: زياد رمضان ومروان شموط ، مرجع سبق ذكره، 2008، ص:83.

ويمكن تقسيم الأسواق المالية إلى عدة أنواع، حسب المعايير المستعملة في التقسيم وعليه يمكن ذكرها فيما يلي :

أولاً: التمييز على أساس مدة الاستحقاق

يمكن تقسيم الأسواق المالية حسب هذا المعيار إلى أسواق رأس المال وأسواق النقد.

1- أسواق رأس المال

1-1- تعريف سوق رأس المال

هي تلك السوق التي يتم فيها تداول أدوات الاستثمار المالي الطويلة الأجل كالأسهم والسندات، وتكمن أهمية هذه السوق في تشجيع الاستثمار الرأسمالي وتقديم تمويل طويل الأجل إلى مشاريع تحتاج إلى فترة طويلة، فتتوفر للمستثمرين السيولة والربحية، حيث تتمثل السيولة في إمكانية بيع الورقة المالية بسرعة وتحويلها إلى نقد بينما تتحقق الربحية عند ارتفاع القيمة السوقية للورقة المالية المشتراة.

2-2- تقسيم سوق رأس المال

يمكن تقسيم سوق رأس المال إلى سوقين رئيسيتين:

1-2-1- سوق الاقتراض طويلة الأجل

سوق الاقتراض طويلة الأجل هي تلك السوق التي يتعامل فيها بكافة القروض الطويلة الأجل -قروض عقارية والقروض الاستهلاكية وقروض البنوك التجارية والقروض الزراعية وقروض التنمية الأخرى-، والمؤسسات التي تعمل في هذه الأسواق هي المؤسسات الواسطة المالية وعلى رأسها البنوك التجارية.¹

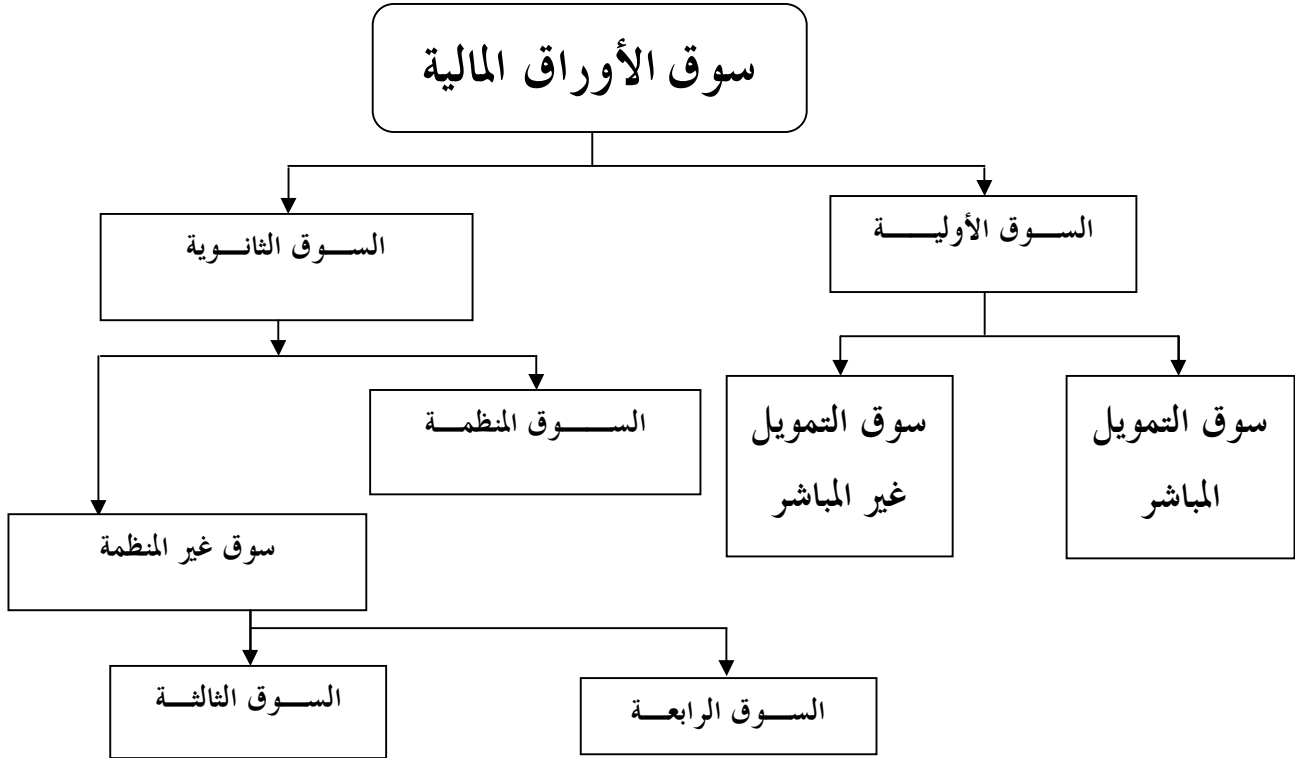
2-2-1- سوق الأوراق المالية

1-2-2-1- تعريف سوق الأوراق المالية

وتندرج تحت هاته الأسواق مجموعة من العناصر يتم فيها تنشيط الادخارات عن طريق إصدار أوراق مالية جديدة وهي وظيفة سوق الإصدار، أو بتداولها وهي وظيفة السوق الثانوية.

¹ - عبد النافع عبدالله الزرري وغازي توفيق فرج، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2001، ص: 44.

الشكل رقم (1-2): أقسام سوق الأوراق المالية



المصدر: زياد رمضان ومروان شموط، مرجع سبق ذكره، 2008، ص: 83.

1-2-2-2- تقسيم سوق الأوراق المالية

ومنه يمكن تقسيم سوق الأوراق المالية إلى السوق الأولية والسوق الثانوية:

– السوق الأولية (سوق الإصدار)

هي السوق التي يتم التعامل فيها بالأوراق المالية الجديدة أي التي يتم إصدارها لأول مرة وتختص بتأسيس الشركات الجديدة، وطرح رأس مال الشركات للاكتتاب في صورة أوراق مالية.¹ وتنقسم هي بدورها إلى:

¹ – نسيم أوكيل، تحليل الاستثمار في سوق الأوراق المالية مع دراسة حالة الأسواق المالية الناشئة، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2003، ص: 08.

1- سوق التمويل المباشر

يقصد بسوق التمويل المباشر قيام الجهة المصدرة للورقة المالية بالاتصال مباشرة بعدد من كبار المستثمرين مثل المؤسسات المالية الضخمة لكي تبيع لها الأسهم أو السندات التي أصدرتها.¹

2- سوق التمويل غير المباشر

يقصد بسوق التمويل غير المباشر قيام جميع المعاملات عن طريق وسطاء ماليين، حيث يقومون بشراء الأوراق المالية من المقترضين، ويبيعون هذه الأوراق في السوق الثانوية.

- السوق الثانوية (سوق التداول)

1- تعريف السوق الثانوية

وهي عبارة عن الأسواق التي يتم فيها التعامل بالأوراق المالية التي سبق إصدارها في السوق الأولية وتم الاكتتاب فيها. ويشمل تداول هذه الأوراق المالية بالسوق الثانوية البيع والشراء بين حاملها وأي مستثمر آخر. لذا، فالملاحظ في هذه الأسواق أن محصلات بيع الأوراق المالية لا تذهب إلى الجهة التي أصدرتها بل تذهب إلى حاملي هذه الأوراق الذين يحصلون على ناتج عملية البيع، فهم يتحملون الخسائر (في حالة نقص سعر بيع الورقة عن سعر شرائهم لها)، كما أنهم يجنون الأرباح (في حالة زيادة سعر بيع الورقة عن سعر شرائهم لها).²

2- تقسيمات السوق الثانوية

وتنقسم هي كذلك إلى:

1-2-1- السوق المنظمة

وهي سوق تتميز بوجود مكان محدد يلتقي فيه المتعاملون لبيع وشراء الأوراق المالية، ويشترط أن تكون هذه الأوراق مسجلة بتلك السوق وفقا لقواعد معينة، يطلق على هذه السوق بورصة الأوراق المالية وتدار هذه السوق بواسطة مجلس منتخب من أعضاء السوق.

2-2-2- السوق غير المنظمة

هي سوق تتم فيها معاملات خارج البورصات أو الأسواق المنظمة، ويطلق عليها اسم السوق الموازية أو سوق المعاملات على المنضدة- نسبة للمنضدة المخصصة في السابق لهذا النوع من العمليات على مستوى البنوك التي كانت تتولى الدور الأساسي في عمليات التداول-. فهذه السوق في أغلب الأحيان لا تتوفر على مكان محدد لإجراء عمليات التداول، إذ تتم من خلال شبكات اتصالات قوية وسريعة.³

¹ - منير إبراهيم هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1993، ص: 84.

² - عصام حسين، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2008، ص: 19.

³ - عبد الحميد حفيظ، أدوات سوق الأوراق المالية ومناهج تقييمها، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية تخصص مالية، معهد العلوم التجارية، المركز الجامعي العربي التنسي، تبسة، الجزائر، 2004، ص: 45..

2-2-1- السوق الثالثة

تتميز هذه الأسواق بخصائص جذابة، وتختلف من بلد لآخر، ففي لندن هي وجهة للمؤسسات الصغيرة التي لا تستوفي شروط السوق الرسمية أو الثانية وهي تقترب من الهيكل المعروف في فرنسا تحت السوق الموازية أو السوق خارج التسعيرة، أما في الولايات المتحدة الأمريكية، فهي سوق مهتمة بتبادل السندات خصوصا، وأهم المتدخلين في هذه السوق هم المستثمرون التأسيسيون (صناديق التقاعد، التأمين، الضمان الاجتماعي).¹ وتمتاز بخصائص منها:

- سرعة تنفيذ العمليات وبتكاليف محدودة.

- سرية التعامل بين الأطراف المتفاوضة.

2-2-2- السوق الرابعة

ويقصد بها المؤسسات الكبرى والأفراد الذين يتعاملون مباشرة فيما بينهم في شراء وبيع الأوراق المالية في طلبات كبيرة، والتي يكون الهدف منها، وذلك كاستراتيجية للحد من العملات التي يدفعونها للسماسة واستبعادهم لتخفيض نفقات الصفقات الكبرى، ويساعد في ذلك شبكة قوية من التليفونات والحاسبات الآلية، لذلك ففي ظل السوق الرابعة يتم إبرام الصفقات بسرعة وبتكلفة أقل.²

2- أسواق النقد

وهي عبارة عن أسواق الاستثمار قصيرة الأجل التي لا يتجاوز أجل استحقاق الأوراق المالية فيها سنة واحدة، أي أنها عبارة عن أسواق تتم فيها عمليات الإقراض والاقتراض فيما بين البنوك المحلية والأجنبية لأجل أقل من سنة. وترتكز هذه السوق على عامل أساسي هو سعر الفائدة الذي يتحدد بناء على الطلب والعرض. وتعتبر سوق النقد مصدرا للتمويل قصير الأجل، فهي توفر الفرصة للمقترضين للحصول على القروض قصيرة الأجل وذلك من أموال المستثمرين الذين يرغبون في الحصول على درجة عالية من الأمان باستثمار أموالهم في أصول مالية ذات سيولة مرتفعة. وتلعب البنوك التجارية دورا قياديا في نشاط هذه السوق يشاركها في ذلك مجموعة أخرى من المؤسسات المالية التي تؤدي دور الوساطة فيه. أما المستثمرون الأفراد فدورهم في سوق النقد محددة نسبيا نظرا لانخفاض معدل العائد المتوقع من أدوات الاستثمار المتداولة فيها.

ثانيا: التمييز على أساس القوانين التي تخضع لها السوق

على هذا الأساس يمكن تقسيم الأسواق المالية إلى الأنواع الثلاثة الآتية:

¹ Mohamed Berrag, Le marché Financier en Algérie Entre La réalité et les espérances, Magistère en Sciences de Gestion, Ecole Supérieure de Commerce, Alger, 1993, p: 33.

² - عصام حسين، مرجع سبق ذكره، 2008، ص: 21.

1- السوق المحلية أو الوطنية

وهي السوق المنفردة بقوانينها وإجراءاتها وهيئاتها التي تميزها عن الأسواق المحلية الأخرى ويكون التعامل فيها مقتصرًا على المقيمين أو المواطنين في ذلك البلد.

2- السوق الأجنبية

هي السوق الملحقّة بالسوق المحلية وتطبق فيها التعليمات والقوانين الخاصة بالأجانب، حيث يشاركون في عرض الأموال أو الطلب عليها ولكن وفق القواعد والقوانين المقررة لغير المقيمين في السوق المحلية.

3- السوق الخارجية

فهي تنطبق على أي سوق للتعامل المالي خارج حدود السلطة السياسية للبلد ولا يربطه بالسوق المحلية سوى العملة المستخدمة كوحدة لقياس قيمة الحقوق المالية، فالقروض والودائع المصرفية والأوراق المالية المستخدمة فيها الباوند الإسترليني كوحدة لقياس مثلًا تعتبر ضمن السوق الخارجية، إذا تمت خارج حدود السلطة السياسية للحكومة البريطانية ولا يربطها بالسوق المحلية سوى العملة أي أنها لا تخضع للقوانين والتعليمات البريطانية بأي شكل من الأشكال.

ثالثًا: التمييز على أساس توقيت التنفيذ (تنفيذ الصفقة)

تقسم الأسواق المالية من حيث زمن تنفيذ الصفقة إلى قسمين رئيسيين هما:¹

1- السوق الفورية

وهي الأسواق التي يتم التعامل فيها، بحيث يتم تنفيذ الصفقة أي تسليم الأدوات المالية المشتراة - الأسهم أو السندات أو العملات الأجنبية... إلخ - فورًا وقد يكون أجل التسليم خلال ثلاثة أيام وتظل الصفقة تعتبر فورية، أما إذا زاد على ذلك فهي صفقة آجلة.

وقد تكون الأسواق الفورية أسواقًا نقدية أو أسواق رأس مال حسب طبيعة الأداة التي يتم الاتجار بها. فإن كانت الأداة من أدوات الأسواق النقدية، فإن السوق تكون سوقًا نقدية فورية، أما إذا كانت الأداة من أدوات أسواق رأس المال، فإن السوق تكون سوق رأس المال فورية.

2- الأسواق المستقبلية

وهي أسواق يتم التعامل فيها بعقود يتم تنفيذها في المستقبل كأن تشتري أوراق مالية وتتعاقد عليها الآن، ولكن التسليم سيتم بعد فترة زمنية قد تطول إلى عدة شهور. والهدف من هذه الصفقات هو الحد من المخاطر التي قد يتعرض لها المشتري بسبب ارتفاع الأسعار في المستقبل، فهو يتوقع أن تتوفر لديه النقود بعد شهرين من الآن مثلاً، ولكن يخشى أن ترتفع أسعار الأوراق المالية التي يرغب في شرائها خلال ذلك فيتعاقد على شرائها

¹ - زياد رمضان ومروان شحوط، مرجع سبق ذكره، 2008، ص: 18-19.

الآن وبسعر يتفق عليه الآن ولكن التسليم بعد شهرين ودفع الثمن أيضا سيتم عند التسليم. ومن الطبيعي أن يكون السعر المتفق عليه ويسمى السعر الآجل مختلفا عن سعر التعامل الفوري، فإن كان الجميع يتوقعون ارتفاع الأسعار، فإن السعر الآجل سيكون أعلى من السعر الفوري بمقدار يتفق عليه ويكون مبنيا على توقعات الأطراف المتعاقدة.

وللأسواق المستقبلية أدواتها الخاصة وتفرعاتها مثل سوق الخيارات وسوق المستقبلات على أنواعها وكذلك لها أساليب خاصة للتعامل فيها مثل أسلوب التحوط، حيث يعقد المتعامل صفقات شراء وصفقات بيع موازنة لها في نفس الوقت ليضمن عدم تعرضه للخسارة. وسيتم الخوض في تفاصيل هذه الأدوات والمعاملات في الفصل القادم بشكل من التفصيل.

المطلب الثالث: كفاءة الأسواق المالية

حملت الأسواق المالية خلال العقود الأخيرة تطورا وتنوعا متزايدين من حيث التنظيمات والوظائف والأدوات والمحالات. واعتبرت السوق المالية الكفؤة حالة نموذجية خاصة، بينما تزايدت الأهمية الاقتصادية للأسواق المالية وتحددت شروط نجاحها أكثر فأكثر.

أولا: مفهوم كفاءة السوق

تتصف السوق المالية بالكفاءة الكاملة إذا كانت أسعار الأوراق المالية في هذه السوق تعكس بشكل كامل وفي جميع الأوقات كافة المعلومات المتصلة بهذه الورقة.¹ ففي ظل السوق الحرة التنافسية، فإن أسعار الأوراق المالية يجب أن تعكس المعلومات المتاحة، وأن تلك الأسعار يتم تعديها بصورة سريعة في حالة ظهور معلومات جديدة. وفي ظل التغيرات المستمرة في أسعار الأوراق المالية في السوق الكفؤة استجابة لورود معلومات جديدة، من الممكن أن تختلف الأسعار التي يتوقعها المستثمرون عن الأسعار السوقية ويسمى ذلك بخطأ التنبؤ في التقدير، ويعكس الاختلافات بين تقديرات المستثمرين للعوائد المتوقعة والعوائد الفعلية ومن ثم تتحقق أرباح أو خسائر في ضوء ذلك.²

¹ Peter Bossaerts and Bernt Arne Degaard, **Lectures on Corporate Finance**, World Scientific Publishing, USA, 2th Edition, 2006, p: 08.

² - عاطف وليم أندوراس، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2005، ص: 56.

ثانيا: متطلبات كفاءة الأسواق المالية

تدل الشواهد على أن مفهوم الكفاءة الاقتصادية يعترف بوجود فاصل زمني بين ورود المعلومات واستجابة أسعار الأسهم لتلك المعلومات، غير أن هناك صعوبة في تحديد أبعاد كفاءة السوق ولكي تحقق السوق المالية هدفها المنشود والمتمثل في التخصيص الكفء للموارد المالية المتاحة، ينبغي أن تتوفر فيها سمتان أساسيتان هما:¹

1- كفاءة التسعير

يطلق على كفاءة التسعير بالكفاءة الخارجية، ويقصد بها أن المعلومات الجديدة تصل إلى المتعاملين في السوق بسرعة دون فاصل زمني كبير مما يجعل أسعار الأسهم مرآة تعكس كفاءة المعلومات المتاحة، ليس هذا فقط بل إن المعلومات تصل إلى المتعاملين دون أن يتكبدوا في سبيلها تكاليف باهظة، مما يعني أن الفرصة متاحة للجميع للحصول على تلك المعلومات، بهذا يصبح التعامل في تلك السوق مثابة مباراة أو لعبة فالجميع لديهم نفس الفرصة لتحقيق الأرباح، إلا أنه يصعب على أي منهم أن يحقق أرباحا غير عادية على حساب الآخرين. وإذا كان تحقيق الأرباح غير العادية أمرا صعبا في السوق، إلا أنه أيضا أمر غير مستحيل، فقد يستطيع عدد محدود من الأفراد استخدام وسائلهم الخاصة للحصول على المعلومات قبل غيرهم واستخدامها في تحقيق أرباح عادية.

2- كفاءة التشغيل

يطلق على كفاءة التشغيل بالكفاءة الداخلية، ويقصد بها قدرة السوق على إحداث التوازن بين العرض والطلب، دون أن يتكبد المتعاملون فيها تكلفة عالية للسمسرة ودون أن يتاح للتجار والمتخصصين أي صناع السوق فرصة لتحقيق مدى أو هامش ربح مغال فيه. كما يبدو، فإن كفاءة التسعير تعتمد إلى حد كبير على كفاءة التشغيل، فكي تعكس قيمة الورقة المالية المعلومات الواردة، ينبغي أن تكون التكاليف التي تكبدها المستثمرون لإتمام الصفقة عند حدها الأدنى، بما يشجعهم ذلك على الاجتهاد للحصول على المعلومات الجديدة وتحليلها مهما كان حجم التأثير الذي تحدثه تلك المعلومات على السعر الذي تباع به الورقة. وبالطبع لو كانت تكلفة المعاملات مرتفعة، فقد يكون العائد من وراء البحث عن المعلومات الجديدة ضئيلا ولا يكفي لتغطية تلك التكاليف.

ثالثا: الصيغ المختلفة لكفاءة السوق المالية

تعكس كفاءة السوق المالية جميع المعلومات المتاحة التي تؤثر على أسعار الأوراق المالية. ويعني هذا من الناحية التطبيقية أن أسعار السوق تتغير بسرعة استجابة للمعلومات الجديدة، مما يستحيل تحقيق معه أرباح غير عادية. غير أن وجود الكفاءة الكاملة في الأسواق المالية احتمال ضعيف. كما أن هناك احتمالات لوجود

¹ - عبد الغفار حنفي، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2004/2003، ص: 182-184.

مستثمرين عدديي الخبرة مما يعرضهم لخسائر. وفي المقابل، يستطيع آخرون تحقيق أرباح غير عادية نتيجة توافر معلومات خاصة لهم غير متوافرة لباقي المستثمرين. ومن هنا، تتباين الكفاءة وفقا لنوعية المعلومات في السوق، وبالتالي تظهر ثلاث صيغ رئيسية لكفاءة الأسواق المالية:

1- الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق

تفترض هذه الصيغة أن الأسعار المالية للسوق تعكس تمامًا كل المعلومات الخاصة بالتتابع التاريخي للتغيرات في الأسعار. لذلك، فإن تطبيق أي قاعدة من قواعد التعامل أو التحليل والتي تعتمد على المعلومات التاريخية-مثل (أسعار الأسهم، حجم التعامل، قوائم مالية منشورة) وتسمى بالمعلومات السوقية التاريخية- لن تعطي أي عائد إضافي. ولأن الأسعار الجارية تعكس بالفعل كل التغيرات السعرية السابقة، فلن تكون هناك أي علاقة بين التغيرات في الأسعار والمعلومات التاريخية، ويصبح إثبات القدرة على التنبؤ بالتحركات في الأسعار من خلال المعلومات التاريخية، دليلاً على أن بعض هذه المعلومات لم تستوعبها الأسعار بعد وأن التغيرات في الأسعار غير عشوائية.¹

2- الصيغة الشبه قوية لكفاءة السوق

ويطلق عليها أيضا صيغة فرضية السوق المتوسطة، وتقتضي بأن أسعار الأسهم لا تعكس فقط التغيرات السابقة في أسعار تلك الأسهم، بل تعكس كذلك كافة المعلومات المتاحة للجمهور من المعلومات التي تنشر عن الشؤون الدولية أو الظروف الاقتصادية في الدولة أو ظروف الصناعة أو الشركة بما في ذلك التقارير المالية وغيرها من التقارير والتحليلات التي تتاح للجمهور.

وفي ظل الصيغة المتوسطة لكفاءة السوق يتوقع أن تستجيب أسعار الأسهم لما يتاح من تلك المعلومات، حيث في البداية تكون الاستجابة ضعيفة لأنها تكون مبنية على وجهة نظر أولية شأن تلك المعلومات غير أنه عند مرور وقت قصير سوف يتوفر التحليل النهائي للمعلومات لتعكس أثره على أسعار الأسهم.²

3- الصيغة القوية لكفاءة السوق

بمعنى أن سعر السهم في السوق هو انعكاس لجميع المعلومات المتاحة للعامّة والخاصة، أي المعلومات المنشورة العامة إضافة إلى المعلومات التي تتحصل عليها فئة معينة ككبار المتعاملين في الأسهم، وهذا يعني استحالة أن يحقق أي مستثمر أرباح غير عادية على حساب الآخرين.³

¹ - محمد يوسف عنتر الفالوجي، اختبار كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية عند المستوى الضعيف، رسالة مقدمة كمتطلب تكميلي للحصول على درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2007، ص: 36.

² - رشيد بوكساني، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006/2005، ص: 111.

³ - عبدالرحمان بن عيسى، دور حوكمة الشركات في رفع كفاءة الأسواق المالية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية ومحاسبة، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الدكتور يحي فارس بالمدية، الجزائر، 2009/2008، ص: 13.

المبحث الثاني: الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية

تعتبر الأوراق المالية أدوات تمويل في سوق الأوراق المالية، فهي بمثابة السلعة الرئيسية المتداولة في هذه الأسواق، وتمثل الورقة صكاً يعطي لحامله الحق في الحصول على جزء من عائد أو الحق في جزء من أصول منشأة ما، أو الحقين معا.

ولتوضيح ما سبق يتم تقسيم هذا المبحث إلى مطلبين هما:

- الأسهم؛

- السندات.

المطلب الأول: الأسهم

تعد الأسهم من أهم الأدوات المالية المتداولة في سوق الأوراق المالية والأصل في تواجدها هو شركات المساهمة من خلال تجزئة رأسمالها إلى أسهم متساوية القيمة.

أولاً: تعريف السهم

هناك عدة تعاريف للأسهم منها:

1- التعريف الأول

يعرف السهم على أنه حصة معينة في ملكية شركة ما، يحق لصاحبها المشاركة في أرباح وإدارة المنشأة. ويحصل حملة الأسهم على الأرباح الموزعة بعد أن تقوم المنشأة بتسديد التزاماتها تجاه الآخرين.¹

2- التعريف الثاني

يعرف السهم على أنه صكوك متساوية القيمة، وقابلة للتداول بالطرق التجارية والتي يتمثل فيها حق المساهم في الشركة، لاسيما حقه في الحصول على الأرباح.²

¹ - محمد يونس خان وهشام صالح غرايبه، الإدارة المالية، مركز الكتب الأردني، الأردن، 1995، ص: 196 .

² - أحمد محمد الخليل، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي، دار ابن الجوزي، المملكة العربية السعودية، الطبعة الثانية، 2006، ص: 47.

3- التعريف الثالث

تعتبر الأسهم رأس المال المكتتب والمضاف من قبل المستثمرين، والذي يضم مساهماتهم المالية ويحدد ملكيتهم للشركة. وبالتالي، فإن كلا من رأس المال المعلن ورأس المال الفعلي ورأس المال المساهم فيهم مصطلحات تعبر عن القيمة الكلية للأسهم التي اقتناها المستثمرون.¹

من خلال التعاريف سابقة الذكر يستنتج أن السهم عبارة عن صك يمثل نصيباً عينياً أو نقدياً في رأس مال الشركة، ويمثل حق ملكية للمكتب به وقابل للتداول وفق القانون التجاري، ويعطي مالكة حقوقاً خاصة.

ثانياً: قيم السهم

تتغير قيمة السهم تبعاً لظروف المنشأة المالية وللظروف الاقتصادية عامة، ويمكن للسهم أن يأخذ القيم أدناه:

1- القيمة الاسمية

هي القيمة الأصلية المنصوص عليها في عقد تأسيس المنشأة وهي القيمة التي توزع الأرباح كنسبة مئوية منها وهذه القيمة عادة ما تكون أقل من القيمة السوقية وهي قيمة نظرية لتغطية رأس المال.

وتعرف أيضاً بأنها قيمة سهم الشركة في حالة عدم وجود تأثير اقتصادي لأداء الشركة على قيم السهم، وعلى الرغم من أن القيمة الاسمية للسهم العادي يحددها عقد التأسيس إلا أنه يمكن تخفيضها من خلال ما يسمى باشتقاق الأسهم، الذي يعطي للمستثمر الحق في الحصول على جزء من السهم أو السهم كاملاً وربما أكثر، وذلك على كل سهم يملكها، وهو ما يترتب عليه زيادة في عدد الأسهم المتداولة، والذي يتم عن طريق تخفيض القيمة الاسمية للسهم.²

2- القيمة الدفترية (القيمة المحاسبية)

وهي القيمة التي يستحقها السهم من واقع السجلات المحاسبية للمنشأة،³ وهي تعادل قيمة السهم عند التصفية وتحتسب من خلال جمع قيم الموجودات المادية والمالية والنقدية مطروحة منها قيم الالتزامات (بما فيها الحصص المقررة بمعدلات ثابتة لأصحاب الأسهم الممتازة والسندات المستحقة...) ومن ثم يجري تقسيم الناتج على عدد الأسهم العادية.

ويمكن اعتماد الصيغة الآتية لاحتساب القيمة الدفترية.

$$\text{القيمة الدفترية} = (\text{رأس المال المدفوع} + \text{الاحتياجات} + \text{الفائض}) / \text{عدد الأسهم العادية}$$

$$= (\text{قيمة الموجودات} - \text{قيمة المطلوبات}) / \text{عدد الأسهم العادية}$$

¹ - هوشيار معروف، الاستثمار والأسواق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2003، ص: 92.

² - محمد صالح الحناوي ومال فريد مصطفى وجلال العبد، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003، ص: 191.

³ - محمد يونس خان وهشام صالح غرايه، مرجع سبق ذكره، 1995، ص: 197.

وقد تبين في حالات عديدة أن القيمة المحاسبية أو الدفترية منخفضة (نسبيا) وخاصة عندما يكون عدد المساهمين كبيرا جدا وعند احتسابها في مرحلة التصفية وذلك لأن أنقاض الأجهزة الرأسمالية والمخزونات المتبقية تجري تصفيتها بشكل عام بأسعار منخفضة.¹

3- القيمة السوقية

هي القيمة التي تتحدد في سوق الأوراق المالية، وهي عرضة للتقلبات، ارتفاعا وانخفاضاً تبعاً لعوامل كثيرة، منها مدى سلامة المركز المالي للشركة ونجاح مشروعها.

قيمة السهم في البورصة أو قيمته السوقية يفترض أن تكون مماثلة لقيمته الحقيقية، بمعنى أن السهم يجب أن يباع بثمن عادل مساوي للمبلغ الذي يحصل عليه السهم فيما لو انحلت الشركة مباشرة بعد الشراء. بيد أن هناك ظروفًا تؤثر على قيمة السهم في البورصة، أهمها مقدار الأرباح التي تمنحها الشركة، والارتفاع الحاصل في قيمة أصولها، واحتمالات المستقبل بالنسبة لمشاريع الشركة، وقانون العرض والطلب، والظروف السياسية والاقتصادية للدولة، والمضاربات على الصعود والنزول.²

4- القيمة الحقيقية

هي نصيب السهم في صافي أصول الشركة بعد إعادة تقييمها وفقا للأسعار الجارية والمعطيات والمؤشرات الحالية.³

وهي قيمة اقتصادية أساسية للأسهم الصادرة عن شركة ما والتي تعكس بشكل كفؤ وعقلاني كافة المعلومات المتوفرة للجمهور. وتعد هذه القيمة مؤشرا مقارنا لتحديد حركة التعاملات، فإذا كان السعر السوقي لسهم عادي أكبر من القيمة الطبيعية له فإن السهم المعني قد قدر بأكبر من قيمته الحقيقية وبالتالي فإنه يباع أولا ثم يشتري هذا السهم.

ولتحديد القيمة الطبيعية لسهم يستمر الاحتفاظ به لمدة عشرين سنة وقد تم احتساب هذه القيمة في السنة التاسعة عشر (V_{n19}) يمكن اعتماد الصيغة الآتية:

$$V_{n19} = \frac{DV_{20} + V_{20}}{(1 + ER)}$$

DV_{20} : العائد السنوي من الحصة الموزعة لكل سهم في السنة العشرين.

V_{20} : قيمة السهم في السنة العشرين.

ER : المعدل المطلوب لعائد السهم.

وعند احتساب القيمة الحقيقية في السنة الثامنة عشر.

¹ - هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، 2009، ص ص: 95-96.

² - أحمد محمد خليل، مرجع سبق ذكره، 2006، ص ص: 61-62.

³ - عبد الحميد حفيظ، مرجع سبق ذكره، 2004، ص: 26.

$$V_{n18} = \frac{DV_{19}}{(1+ER)} + \frac{DV_{20} + V_{20}}{(1+ER)^2}$$

وإذا تم هذا الاحتساب في بداية الحصول على السهم:

$$V_{n0} = \frac{DV_1}{(1+ER)} + \frac{DV_2}{(1+ER)^2} + \dots + \frac{DV_{19}}{(1+ER)^{19}} + \frac{DV_{20}}{(1+ER)^{20}}$$

ثالثاً: أنواع الأسهم وخصائص كل نوع

يمكن التمييز بين عدة أنواع من الأسهم:

1- تصنيف الأسهم حسب الشكل

تصنف الأسهم حسب هذا المعيار إلى:

1-1- أسهم اسمية

في هذا النوع من الأسهم يسجل اسم صاحبه عليه، وعند بيعه يسجل اسم المشتري الجديد للسهم عليه كما يسجل اسم المشتري الجديد في دفاتر الشركة المصدرة للسهم.¹

1-2- أسهم حاملها

هو السهم الذي لا يحمل اسم صاحبه وإنما يذكر فيه أن السهم لحامله، أو يعتبر حامل السهم هو المالك في نظر الشركة، فتصبح حيازته دليلاً على الملكية، وهذا النوع من الأسهم يوشك أن يكون قد اختفى تماماً، ولا يتعامل به الناس اليوم. بل قضت بعض القوانين التجارية العربية أن تكون جميع الأسهم اسمية ولا يجوز أن تكون أسهماً لحاملها.

والأسهم لحاملها لا يمكن أن تصدر إلا إذا دفعت كل قيمتها، وعلى هذا الأساس إذا لم تطلب الشركة دفع كل قيمة أسهمها النقدية عند الاكتتاب فمن الواجب أن تصدر الأسهم في الشكل الاسمي حتى الوفاء بكل قيمتها.²

1-3- أسهم لأمر

هي أسهم تتضمن عبارة لأمر، وتداول عن طريق التظهير وهي نادرة بل أقل حتى من الأسهم لحاملها مع ندرة الأخيرة.³

2- تصنيف الأسهم حسب الحصة التي يدفعها المساهم

يمكن تصنيف الأسهم حسب هذا المعيار إلى:

¹ - السيد عليوة، تحليل مخاطر الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار الأمين، القاهرة، مصر، 2006، ص: 57.

² - أحمد محمد خليل، مرجع سبق ذكره، 2006، ص ص: 53-54.

³ - نفس المرجع أعلاه، ص: 54.

2-1- أسهم نقدية

هي الأسهم التي تستوفي الشركة المساهمة قيمتها الاسمية نقداً، ويمكن دفع جزء من القيمة الاسمية عند الاكتتاب على أساس دفع باقي القيمة على أقساط في المواعيد التي تحددها الشركة.¹

2-2- أسهم عينية

هي أسهم تمثل حصصاً عينية من رأس مال شركة الأموال، وتصدر مقابل أصول عينية مساهم بها في رأس مال الشركة. كما أن قيمة هذه المساهمة لا بد وأن يصادق عليها من قبل الجمعية العامة التأسيسية. ولا يمكن بأي حال من الأحوال للشركة أن تقوم بتسليم الأسهم العينية لأصحابها، إلا بعد التأكد من أن هؤلاء قد قاموا فعلاً بتسليم الأصول التي تقابلها على نحو يحقق الدفع الكامل لقيمة هذه الأسهم.²

2-3- أسهم مجانية

وهي توزيعات تقوم بها الشركة تقضي بحصول حامل السهم على نصيبه من التوزيعات في صورة أسهم عادية ويكون التوزيع على المساهمين بنسبة امتلاكهم للأسهم العادية. وتعد الأسهم المجانية بمثابة زيادة رأس مال الشركة والمتولدة عن احتجاز أجزاء من أرباح الشركة، وبالتالي يكون للمساهمين الحق في هذه الزيادة في رأس المال.³

3- تصنيف الأسهم حسب حقوق أصحاب الأسهم

الأصل تتمتع جميع أسهم شركة المساهمة بحقوق متساوية، إلا أنه كثيراً ما يجري العمل على إقامة نوع من التفرقة بين الأسهم من حيث الحقوق، فتعطي لبعض الأسهم امتيازات لا تخول للأسهم الأخرى. وعلى هذا يمكن تقسيم الأسهم كالتالي:

3-1- الأسهم العادية

تمثل الأسهم العادية سند ملكية في شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم، وتعد الأسهم بصفة عامة من الأصول المالية طويلة الأجل، حيث إنه ليس لها تواريخ استحقاق محددة طالما أن الشركة قائمة ومستمرة. وبالمقارنة بغيرها من الأصول المالية تتميز الأسهم بخاصيتين أساسيتين هما خاصية حق المطالبة بالمتبقي وخاصية المسؤولية المحدودة.

وتشير خاصية حق المطالبة بالمتبقي إلى اعتبار حملة الأسهم آخر الطوائف في استيفاء حقوقهم من أرباح وأصول الشركة، إذ أنه في حالة تصفية الشركة يكون لحملة الأسهم العادية المطالبة فقط بالمبالغ المتبقية من قيمة أصول الشركة بعد استيفاء حقوق الأطراف الأخرى كالعمال والسلطات الضريبية والدائنين وغيرهم، وفي حالة الشركات التي لا تخضع لعملية التصفية، فإن لحملة الأسهم الحق فقط في المطالبة بالجزء المتبقي من

¹ - السيد عليوة، مرجع سبق ذكره، 2006، ص: 57.

² - عبد الحميد حفيظ، مرجع سبق ذكره، 2004، ص: 21.

³ - عصام حسين، مرجع سبق ذكره، 2008، ص: 100.

الدخل التشغيلي بعد سداد الضرائب والفوائد المستحقة للدائنين وحملة السندات، غير أن هذا الحق مرهون برغبة الإدارة في صرف توزيعات نقدية أو إعادة استثمار الأرباح المحققة في الشركة بهدف زيادة قيمة السهم. وتعني خاصية المسؤولية المحدودة أن حملة الأسهم لا يسألون عن ديون الشركة إلا في حدود حصصهم في رأس مال الشركة، بخلاف الوضع في شركات الأشخاص والمنشآت الفردية، إذ يمكن استيفاء ما تبقى من ديون الشركة - في حالة تصفية الشركة وعدم كفاية أصولها لتغطية التزاماتها - من الأموال الخاصة بالملاك والشركاء المتضامنين.

وإلى جانب حق الحصول على جزء من أرباح الشركة (التوزيعات) وجزء من أصول الشركة في حالة التصفية، تخول الأسهم لحاملها الحقوق الموالية:¹

- الاشتراك في الجمعية العامة وحق التصويت فيما يتعلق بانتخاب أعضاء مجلس الإدارة وكذلك إصدار القرارات المرتبطة بسياسات الشركة.

- أولوية الاكتتاب في الأسهم الجديدة عند زيادة رأس المال.

كما يتميز السهم العادي بخصائص أخرى هي:²

- لا يجوز لحامل السهم العادي الرجوع إلى المنشأة المصدرة لاسترداد قيمته وإذا أراد التخلص من السهم فليس أمامه سوى عرضه للبيع في سوق رأس المال.

- في حالة الإفلاس ليس هناك ما يضمن أن يسترد القيمة التي سبق أن دفعها لشراء السهم، بل قد لا يسترد شيئاً منها على الإطلاق.

- ليس من حق حامل السهم العادي المطالبة بنصيبه من الأرباح إذا لم تحقق الشركة أرباحاً وتقرر توزيعها. إلى جانب ذلك فإن صاحب السهم العادي له حق نقل ملكيته بالبيع أو التنازل أو بأي طريقة أخرى، ومسؤوليته محدودة في رأس المال.

3-2- الأسهم الممتازة

هي الأسهم التي تلجأ إليها الشركات عند محاولتها تحفيز المستثمرين بالاكتتاب بالمساهمة في توسيع رأسمالها وتمويل مشروعاتها الجديدة أو في مواجهة بعض صعوباتها المالية.

وتشبه الأسهم الممتازة الأسهم العادية في أنها تمثل شكلاً للملكية في الشركة ويتلقى أصحابها حصصهم من العوائد بدلا من أن تضاف إلى التكاليف كالسندات، وفي المقابل تلتقي الأسهم الممتازة مع السندات في خصائص معينة.

وعلى أية حال تتميز الأسهم الممتازة بالخصائص الآتية:³

¹ - عاطف وليم أندراوس، مرجع سبق ذكره، 2005، ص ص: 16-17.

² - عبد الغفار حنفي ورستمية قرياقص، أسواق المال، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2000، ص ص: 246-247.

³ - هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، 2009، ص ص: 100-102.

- يحدد العائد بنسبة معينة (ثابتة) من قيمة الأداة ومن الأرباح المحققة، فمثلا حددت في الهند رسميا نسبة 14% وذلك بعد طرح الضرائب والالتزامات القانونية الأخرى، وأحيانا تكون لأصحاب هذه الأسهم نسبة ثابتة من الأرباح بالإضافة إلى مشاركتهم في الحصص الموزعة.
- لأصحاب الأسهم الممتازة حق الأولوية عند تخصيص عوائد الشركة للتوزيع، غير أن العوائد التي يتلقاها هؤلاء ترتبط بالأرباح القابلة للتصرف، فيحصل هؤلاء على سعر الإصدار زائد الحصص المتراكمة من العوائد وذلك بعد استلام الدائنين ولكن قبل مالكي الأسهم العادية.
- هناك فترات محددة للاحتفاظ بالأسهم الممتازة وذلك بعكس الأسهم العادية التي تستمر حقوقها حتى نهاية تصفية الشركة.
- تضمن الشركة حقوق أصحاب الأسهم الممتازة بموجوداتها الاستثمارية، علما بأن هذه الضمانة المادية لا يجري توفيرها لأصحاب الأسهم العادية. وهكذا، فإن الأسهم الممتازة أقل ضمانا من السندات وأكثر ضمانا من الأسهم العادية.
- لا يحق لأصحاب الأسهم الممتازة المشاركة في التصويت أو الترشح لعضوية مجلس الإدارة أو المشاركة في الجمعية العامة أو التدخل في القرارات أو الشؤون الإدارية المختلفة.
- وهناك مجموعة من الحقوق والالتزامات الأخرى والتي تتميز بها الأسهم الممتازة بشكل خاص أهمها:
- حق تراكم العوائد وذلك بتجميعها لفترات متتالية ثم استلامها بعد عدة سنوات ضمن الفترة المحددة لهذه الأسهم وإن هذا الحق كثيرا ما يحرم منه أصحاب الأسهم العادية.
- حق تحويل الأسهم الممتازة إلى الأسهم العادية، وذلك عندما يجد أصحاب الأسهم الممتازة أن حصص الأسهم العادية من الأرباح الموزعة عالية نسبيا مقارنة بعوائد الأسهم التي يمتلكونها.
- وقد يجري هذا التحويل بنسبة محددة مسبقا مثلا حصتين للأسهم العادية مقابل حصة واحدة من الأسهم الممتازة.
- هناك التزاما هاما تجاه الشركة والذي هو قابلية الاستدعاء، وقد يكون ذلك وفق شروط معينة مثلا بعد فترة محددة من تاريخ الإصدار وبعوائد يتخذ القرار بشأنها آنذاك.

المطلب الثاني: السندات

تعد السندات أداة من أدوات سوق رأس المال، وهي تتميز عن غيرها من أدوات هذه السوق بخصائص مختلفة، وتضم أنواعا عديدة تتباين في مصادرها وفتراتها وتأثيراتها وتخضع عوائدها لمقاييس أو لمعايير متعددة.

أولا: تعريف السند

السند من الأوراق المالية التي تصدرها الشركات والمصارف والحكومات، وفيما يلي بعض تعاريف السند:

1- التعريف الأول

هو نوع من الأدوات المالية حيث يعتبر قرضا طويل الأجل، ويعطي حامل عقد السند حق استلام مبلغ القرض على أقساط مضافا إليه الفوائد في تاريخ محدد في العقد.¹

2- التعريف الثاني

هو صك قابل للتداول، يمثل قرضا، يعقد عادة بواسطة الاكتتاب العام، وتصدره الشركات أو الحكومة وفروعها، ويعتبر حامل سند الشركة دائنا للشركة، ولا يعد شريكا فيها. وتعطي هذه السندات مالكيها الحق في الحصول على دخل محدد.²

3- التعريف الثالث

تعد السندات التي تصدرها منشآت الأعمال بمثابة عقد أو اتفاق بين المنشأة (المقترض) والمستثمر (المقرض). ويمقتضى هذا الاتفاق يقرض الطرف الثاني مبلغا معيناً إلى الطرف الأول الذي يتعهد بدوره برد أصل المبلغ وفوائد متفق عليها في تواريخ محددة، وقد ينطوي العقد على شروط أخرى لصالح المقرض مثل رهن بعض الأصول الثابتة ضمانا للسداد أو وضع قيود على إصدار سندات أخرى في تاريخ لاحق. كما قد يتضمن العقد شروطا لصالح المقترض مثل حق استدعاء السندات قبل تاريخ الاستحقاق. وتتفاوت تواريخ استحقاق السندات، فقد تكون من النوع قصير الأجل (خمسة (5) سنوات فأقل) أو النوع متوسط الأجل (5-10 سنوات) أو طويل الأجل الذي قد يمتد إلى عشرين (20) سنة أو ربما أكثر.³

¹ -Frank M. Werner and James A.F. Stoner, **Modern Financial Managing Continuity and Change**, Freelead Press, Cleveland Avenue South, USA, 3rd Edition, 2007, p: 06.

² - أحمد محمد خليل، مرجع سبق ذكره، 2006، ص: 32.

³ - منير إبراهيم هندي، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2003، ص ص: 31-34.

ثانيا: أنواع السندات وخصائصها

ما يميز السندات عن باقي الأدوات المالية الأخرى أنه لا توجد معايير متعارف عليها لتصنيفها، إلا أن المتفق عليه هو أن أهم العناصر التي تلعب دورا أساسيا في هذا التصنيف هي العائد والمخاطرة والقابلية للتسويق والسيولة، كما للسندات خصائص تميزها عن باقي الأدوات المالية.

1- أنواع السندات

يمكن تصنيف السندات طبقا للجهة المصدرة لها، فهناك سندات الشركات والسندات الحكومية، ومثل هذه الأنواع متاحة في جميع الأسواق المالية.

1-1- سندات الشركات

تصدر هذه السندات من قبل شركات المساهمة العاملة في القطاعات الاقتصادية، طبقا لتشريعات وتعليمات تنظم بموجب قانون الشركات في البلد المعني. وهناك أنواع مختلفة من هذه الإصدارات تختلف باختلاف شروط كل إصدارية، وتنقسم هذه السندات كذلك إلى:

1-1-1- السندات المضمونة

هي السندات التي توفر حماية لحملة السندات بالموجودات المرهونة لها، وتعد السندات المرهونة بـ عقار أو معدات ومكائن من أهم صورها، وتسمى بسندات الرهن. فقد تكون سندات الرهن مفتوحة النهاية، حيث يجوز للشركة المعنية بإصدارات إضافية على ذات الرهن أو الضمانات، مما يوفر مرونة لتمويل الشركات، إلا أن الإفراط بالإصدار قد يضعف مقدار الحماية لحملة السندات. وقد تكون سندات الرهن مغلقة النهاية تمنع الشركة من إصدارات إضافية لحماية قيمة الضمان.¹

1-1-2- السندات غير المضمونة

يعتمد بها الدائن فقط على تعهد المصدر بالدفع ويطلق عليها اسم السندات العادية، الضمان الوحيد لحامل هذا السند هي حق الأولوية الذي يكون له عن الدائنين الآخرين للشركة المصدرة.

وبناء عليه، فإن الاستثمار في السندات غير المضمونة يحمل المستثمر درجة عالية من المخاطرة تجعله يتطلع إلى تحقيق عائد أعلى مما يحققه في السندات المضمونة، ومعدلات الفائدة أعلى نسبيا من معدلات الفائدة عن السندات المضمونة ولكنها تكون أقل استقرارا.²

¹ - أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، الاستثمار بالأوراق المالية، دار الميسرة، عمان، الطبعة الأولى، 2004، ص: 91.

² - وليد صافي وأنس البكري، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2009، ص: 112.

1-1-3- سندتات غير مضمونة من الدرجة الثانية

هي سندتات غير مكفولة برهن موجودات معينة ومن الدرجة الثانية وتسدد بعد تسديد جميع السندتات المكفولة برهن الموجودات أو غير المكفولة من الدرجة الأولى وتكون كما في النوع الأول القوة الإيرادية للشركة هي الضمانة الأساسية لمثل هذا النوع من السندتات.¹

1-1-4- سندتات المشاركة

وتعطي الحق لحملتها المشاركة بأرباح الجهة المصدرة لها بجانب الفائدة، مثل هذا الامتياز يتحقق على ما تبقى من الأرباح بعد حملة الأسهم العادية، مثل هذه الإصدارت تجدها في الشركات ذات المراكز الائتمانية الضعيفة.²

1-1-5- سندتات لحامله

هي سندتات تنتقل ملكيتها بمجرد الاستلام ولا يذكر فيها اسم المستثمر.³

1-1-6- سندتات مسجلة بأسماء مالكيها

لايستطيع أي شخص من غير المالك المسجل باسمه السند أن يتصرف به سواء بالبيع أو المطالبة بالفوائد وبالقيمة الاسمية. وهو أقل خطورة عند فقدانها لذا تستحق عائدا أقل، كذلك بالإضافة للمخاطر القليلة فهي تتحمل تكاليف تسجيل المعلومات المتعلقة بالمالكين والتي قد يكون مسؤولا عنها قسم كامل في الشركة.⁴

1-1-7- سندتات قابلة للتحويل لأسهم عادية

يختلف القرض القابل للتحويل إلى أسهم عن القرض العادي من حيث إن القرض القابل للتحويل إلى أسهم يمكن استبداله بأسهم الشركة مصدره القرض بشروط محددة مقدما وخلال فترة زمنية معينة في نشرة الإصدار، وقد يتم تحويل القرض بحصص ملكية إذا كانت الشركة المصدرة للقرض تعاونية أو حصص مشاركة. فيما يتعلق بالفترة التي يتم خلالها استبدال القرض بعدد من الأسهم محددة في نشرة الإصدار ولا يجوز تعديلها، فقد تكون هذه الفترة تساوي مدة القرض أو خلال فترة أقل من ذلك.

على العكس بالنسبة لكيفية استبدال القرض بأسهم قد تعدل الشروط خلال مدة القرض، ولكن لا يجوز إجراء هذه التعديلات إلا إذا أقرت المنظمة تعديلات على رأس مال الأسهم بعد إصدار القرض ويجب أن ينص على ذلك في نشرة الإصدار عن الأسلوب الذي يتبع لإحداث هذا التغيير.⁵

1 - زياد رمضان، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل، عمان، الأردن، الطبعة الرابعة، 2007، ص: 63.

2 - أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، 2004، ص: 92.

3 - فيصل محمود الشواورة، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار وائل، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2008، ص: 78.

4 - أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، 2004، ص: 93.

5 - عبد الغفار حنفي، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001، ص: 295.

1-1-8- سندتات ذات سعر الفائدة العائم

ظهرت هذه السندات في عام 1970م في إيطاليا لمصلحة الحكومة الإيطالية، وتمتاز بفترة استحقاق أطول من القروض المجمعّة ولكن لها ميزة سعر الفائدة العائم المستعمل في القروض المجمعّة، ونشط استخدامها في بداية حياتها من قبل المقترضين الصناعيين.¹

1-1-9- السندات الرديئة

استحدثت في الثمانينيات لتمويل امتلاك أعضاء مجلس الإدارة لحصة كبيرة في رأس المال الخاص بالمنشأة التي يديرونها. وذلك بإصدار قروض تستخدم حصيلتها لشراء جانب كبير من أسهمها المتداولة في السوق، وعادة ما يترتب على ذلك زيادة كبيرة في نسبة الأموال المقترضة إلى الأموال المملوكة بشكل يجعل الاستثمار محفوفاً بقدر كبير من المخاطر وهو ما يقتضي أن يكون معدل الفائدة مرتفع ليعوض تلك المخاطر.²

1-2-2- سندتات حكومية

تصدرها الحكومة والهيئات والمؤسسات الحكومية. وفي الغالب، فإن درجة مخاطرة هذا النوع من السندات أقل وبالذات فيما يتصل بمخاطر عدم السداد لانتفاء احتمال عدم قدرة الحكومة على السداد، خاصة وأنها يمكن أن تقتصر باستخدام سلطتها، أو تصدر نقوداً وما إلى ذلك من أجل تسديد التزاماتها بموجب سنداتها. ولذلك، فإن درجة سيولة هذه السندات تكون أكبر، إلا أن عائدها قد يكون أقل.³

وتنقسم بدورها كذلك إلى:

1-2-1- سندتات الحكومة المركزية

وتسمى كذلك سندتات الخزينة المركزية وهي وثائق الدين العام الطويلة الأجل، تصدر عادة عن البنوك المركزية ولفترات متباينة حسب الظروف الاقتصادية للبلد وحالة العجز السائد في الميزانية العامة. وتلجأ الحكومات إلى هذه السندات عندما تتجاوز النفقات العامة الإيرادات العامة التقليدية (الرسوم، الضرائب... إلخ)، وتفضل السلطات المالية الاعتماد على القروض العامة بدلاً من الإصدارات الجديدة لتمويل العجز.⁴

1-2-2- سندتات الحكومة المحلية

وتسمى سندتات الهيئات المحلية والمؤسسات أو الدوائر الرسمية والتي تصدر عادة لأغراض استثمارية بحتة وخاصة في مشروعات البنية التحتية، وبالتالي تكون هذه السندات كالسندات الحكومية (المركزية) السابقة

¹ - نوزاد الهيني، مقدمة في الأسواق المالية، دار الشط، طرابلس، ليبيا، 1998، ص: 66.

² - عبد الغفار حنفي ورستمية قرياقص، مرجع سبق ذكره، 2000، ص: 255-256.

³ - فليح حسن خلف، الأسواق المالية والنقدية، عالم الكتب الحديث، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2006، ص: 256.

⁴ - هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، 2009، ص: 114.

الطويلة الأجل وتقسم غالبا بنفس خصائصها من حيث الضمانات الرسمية والإعفاءات الضريبية وخاصة بالنسبة لفوائدها.¹

1-2-3- سندات تصدرها الجامعات والمدارس والمستشفيات

هي سندات تأخذ طابع الخدمة العامة، ومثل هذه السندات فوائدها معفية من الضريبة ودرجتها الائتمانية تتسم بالأمان.²

2- خصائص السندات

رغم الاختلاف في نوعية السندات، فإن العديد من خصائصها يبقى ثابتا، ويمكن تلخيص هذه الخصائص فيما يلي:

1-2-1- الخاصية القانونية

السندات هي بمثابة صكوك يقبل حاملوها وبشروط موحدة إقراض الشركة (المدين) -وتختص الشركة بتحديد هذه الشروط مسبقا ومن طرف واحد، ويعني هذا أن المكتتبين في هذه السندات يقبلون هذه الشروط بدون تحفظ- ومن ناحية أخرى لحاملي هذه الصكوك الحق في التنازل عنها وبيعها في أي وقت وبدون علم المدين (الشركة) وتشكل هذه الخصائص الأساس القانوني لتنظيم العلاقة بين الدائن والمدين.³

2-2-2- خاصية التداول بالبورصة

السندات هي صكوك لحاملها أي قابلة للتداول، ولا تتحقق هذه الخاصية إلا إذا وجدت سوقا نشطة لرأس المال لتسهيل تداول الأوراق المالية، ولهذا السبب فإن في نشرة الإصدار شرطا يتم بموجبه قيد الإصدار بالبورصة، حيث تدرج السندات بجدول أسعار البورصة. وبدون هذا الشرط يصعب إصدار وتغطية القرض، وبذلك تعتبر السندات استثمارات مالية ينبغي دراسة إمكانية الاستثمار فيها من وجهة نظر المستثمر.⁴

3-2-3- القيمة الاسمية

عادة لا يحدد القانون حدا أدنى أو أقصى لقيمة القرض بسندات، كذلك لا توجد قواعد تشير إلى التقيد بنسبة معينة بين المبلغ المصدر ورأس المال. وللحصول على قيمة القرض، يقتضي ضرب عدد السندات المصدرة بسعر الإصدار، أما سعر الإصدار فهو يمثل الثمن المدفوع للشركة من قبل المكتتب، وتجدر الإشارة في هذا السياق إلى حالات عدة:⁵

- سعر الإصدار يساوي القيمة الاسمية أو الوجهية للسندات وعندها يعرف الإصدار التعادلي.

¹ - هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، 2009، ص 115.

² - أرشد فؤاد التميمي وأسامة عزمي سلام، مرجع سبق ذكره، 2004، ص: 99.

³ - عبد الغفار حنفي، الاستثمار في الأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2000، ص: 318-319.

⁴ - نفس المرجع أعلاه، ص: 319.

⁵ - وسام ملاك، البورصات والأسواق العالمية، دار المنهل اللبناني، لبنان، الطبعة الأولى، 2003، ص: 247.

- سعر الإصدار هو أدنى من القيمة الاسمية للسند، في هذه الحالة يتحقق الإصدار دون السعر الاسمي، والفارق بين القيمة الاسمية وسعر الإصدار يشكل ما يعرف بعلاوة الإصدار.
- معدل الإصدار، أي سعر الإصدار يساوي القيمة الاسمية لكن التسديد يحصل بمعدل أعلى من هذه القيمة وعندها يجري الحديث عن علاوة التسديد.
- سعر الإصدار هو أدنى من السعر أو القيمة الاسمية لكن إمكانية التسديد تكون بسعر أعلى من السعر الاسمي وعندها يحصل الإصدار بعلاوة مزدوجة.
- بالإضافة إلى الخصائص السابقة، تتميز السندات بخصائص أخرى هي:¹
 - تواجه السندات مخاطر ائتمانية عديدة، أهمها ما يتعلق بتقلبات أسعار الفائدة وبقابلية استدعائها من قبل الجهات المصدرة لها عند انخفاض هذه الأسعار لتعرض محلها سندات جديدة تحمل فوائد أعلى.
 - تتحرك عوائد السندات في اتجاه معاكس لأسعارها، وذلك لأن مستثمري السندات يخصصون التدفقات النقدية المستقبلية الثابتة عند الأسعار المرتفعة للفوائد. وهنا، فإن المعدلات الأعلى للخصم تعطي قيمة أعلى للسندات.
 - كلما كانت فترات التسديد أطول وأسعار الفوائد أدنى، فإن السندات تحمل مخاطر أكبر، أي الفترة الأطول للتسديد تجعل سعر السند أكثر حساسية لتغيرات سعر الفائدة، علماً أن حساسية السند لطول فترة التسديد تزداد عادة بمعدل متناقض.
 - إن ارتفاع سعر سند ما عند انخفاض عائده يكون أكبر من انخفاض هذا السعر عند ارتفاع العائد المذكور. فيما يخص فترة تداول السندات يلاحظ وجود الخصائص الآتية:
 - توجد علاقة موجبة بين فترة السداد وفترة تداول السندات.
 - كلما ارتفع السعر السوقي للفائدة فإن فترة تداول السند تكون أقصر.

ثالثاً: معدلات الفائدة على السندات ومقارنة بين الأسهم والسندات

من أهم النقاشات التي تحاول شرح مستوى معدلات الفائدة في الاقتصاد المعاصر، أن أبسطها هو الذي ينظر إلى الفائدة على أنها ثمن للمال يتلقاه حامل السند (الدائن)، ويقابلها الربح في الأسهم.

1- معدلات الفائدة على السندات

الفائدة هي التعويض الذي يدفعه المقرض للمقرض مقابل تصرفه برأسمال معين خلال فترة محددة، ومعدل الفائدة هو الخاصية الأساسية في عقد الاكتتاب، لأنه يسمح باحتساب التعويض الواجب تسديده لمقدمي رؤوس الأموال، فهو في الآن عينه وحدة قياس مردود التوظيف من ناحية، وكلفة القرض من ناحية ثانية.

¹ - هوشيار معروف، مرجع سبق ذكره، 2009، ص ص: 110-111.

ويرتبط هذا المعدل بالعوامل الموائية: مبلغ ومدة القرض، تاريخ البدء باحتساب الفوائد، طرق استهلاك رأس المال، المبلغ المسدد عند الاستحقاق الأخير.¹

ويمكن تصنيف معدلات الفائدة وفق تقسيمات متعددة منها:²

1-1- السند العادي ذو الفائدة الثابتة

وهو السند الذي يصدر بقيمة اسمية يدفعها المكتتب كاملة، وتكون مدة السند قصيرة-عادة-، وعند حلول أجل السند يقتضي صاحب السند قيمتها الاسمية، ويحصل على فوائد ثابتة، منسوبة إلى قيمتها الاسمية.

1-2- السند ذو الفائدة العائمة أو المتغيرة

وهو السند الذي يكون بسعر فائدة يتغير دورياً على فترات-كل سنة أو ستة أشهر غالباً- على أساس سعر فائدة أساسي، وسعر إضافي. ويكون السعر الأساسي متغيراً حسب حالة السوق المالية، بينما يكون السعر الإضافي ثابتاً -بنسبة ربع أو نصف في المائة غالباً-.

1-3- السند ذو الفائدة المتزايدة

وهو السند الذي يصدر بسعر فائدة منخفضة عن المستوى المتاح في الأسواق المالية -في الغالب- إلا أن السعر يجري تصعيده تدريجياً حتى يصل في تاريخ معين إلى آخر معدل تم تحديده مسبقاً لسعر الفائدة، ويصبح السعر منذ ذلك الحين ثابتاً.

2- الفرق بين الأسهم والسندات

مما سبق ذكره من خصائص الأسهم والسندات، يمكن رصد الفوارق الملخصة في الجدول أدناه:

¹ - وسام ملاك، مرجع سبق ذكره، 2003، ص: 251.

² - عبدالله بن محمد العمراني، السندات من منظور شرعي، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر: أسواق الأوراق المالية والبورصات، جامعة الإمارات العربية المتحدة، الإمارات العربية المتحدة، بدون تاريخ نشر، ص: 7-9.

الجدول رقم 1-1: مقارنة بين الأسهم والسندات

السند	السهم
1- دين على الشركة.	1- جزء من رأس المال الشركة.
2- حامل السند دائن بقيمة السند.	2- حامل السهم شريك في الشركة بقدر مساهماته.
3- عائد السند ثابت ولا يتأثر بالخسارة.	3- ربح السهم متغير حسب النشاط وقد يكون خسارة.
4- حامل السند ليس له الحق في الإدارة إلا في حالتين: تغيير الشكل القانوني أو إدماج الشركة في أخرى.	4- حامل السهم له حق الرقابة وإدارة الشركة عن طريق الجمعية العامة.
5- حامل السند يسترد رأسماله في الموعد المحدد لاستحقاق السداد بالكامل.	5- حامل السهم لا يسترد ماله إلا بالبيع في البورصة أو عند التصفية، ولا يشترط أن يكون ما دفعه هو ما يسترد وهو قابل لزيادة أو لنقصان.
6- حامل السند يكون له الأولوية في الحصول على مستحقاته عند وقوع الخسارة أو في حالة التصفية.	6- عند الخسارة وتصفية الشركة يكون نصيب حامل السهم الباقي بعد تسديد الديون كاملة.
7- القيمة الجارية للسند تعتمد على سعر الفائدة الجاري وسعر الفائدة الاسمية على السند.	7- القيمة الجارية للسهم تعتمد على مقدار العائد المتوقع من السهم وسعر الفائدة الجاري.
8- الفوائد على السندات تعتبر من النفقات لا تخضع للضريبة.	8- عائد الأسهم يعتبر توزيعاً للأرباح يخضع للضريبة.
9- حملة السندات ليس لهم حق الإطلاع أو الحضور لاجتماعات الجمعية العامة أو الحصول على التقارير والبيانات.	9- للمساهمين حق الإطلاع والحصول على المعلومات خاصة بما يتعلق بسيرورة العمل في الشركة.
10- يمكن إصدار السندات بالقيمة الاسمية أو بقيمة أعلى منها وتسدد بقيمة أعلى من القيمة الاسمية.	10- يمكن إصدار السهم بالقيمة الاسمية أو بقيمة أعلى من القيمة الاسمية وسعر الإصدار وهو ما يعرف بعلاوة الإصدار

المصدر: رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، 2005/2006، ص: 65.

المبحث الثالث: تنظيم وسير سوق الأوراق المالية

تختلف الإجراءات التنظيمية لأسواق تداول الأوراق المالية من بلد إلى آخر كما يختلف تنظيم السوق الحاضرة عن السوق المستقبلية، وإن كانت تتفق جميعها في أن التعامل في السوق يجب أن يتم وفق قواعد وإجراءات تنظيمية تحقق ما تصبو إليه أسواق التداول من المتاجرة في الأوراق المالية وتسجيل عملياتها وتسوية صفقاتها.

ويمكن توضيح تنظيم وسير سوق الأوراق المالية من خلال البحث في المطالب الموالية:

- المتعاملون في سوق الأوراق المالية
- إدارة سوق الأوراق المالية
- قواعد وإجراءات التعامل في سوق الأوراق المالية

المطلب الأول: المتعاملون في سوق الأوراق المالية

توجد العديد من الجهات التي تتعامل في الأسواق المالية، أي التي تقوم ببيع وشراء الأوراق المالية متوسطة وطويلة الأجل من أجل الحصول على عائد نتيجة هذا التعامل. وأهم المتعاملين في الأسواق المالية ما يلي:

- فئة المستثمرين؛
- فئة المصدرين؛
- فئة الوسطاء.

أولاً: فئة المستثمرين

تتضمن فئة المقرضين أو المستثمرين الأفراد أو المؤسسات المالية، ويقصد بالأفراد الذين تزيد دخولهم النقدية عن احتياجاتهم الاستهلاكية، كما يقصد بالمؤسسات المالية البنوك والسمسرة وشركات الاستثمار القادرة على استثمار بعض أموالهم في مشاريع استثمارية تعود عليهم بعوائد عالية ومخاطر ضئيلة.¹

¹ - أحمد عمر شفيق القيشاوي، العوامل المفسرة لمعوقات إدراج أسهم الشركات المسجلة في قطاع غزة، رسالة مقدمة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية غزة، فلسطين، 2008، ص: 20.

حيث أن الغرض من الاستثمار هو كسب عائد في صورة فوائد أو أرباح، وقد يأخذ هذا العائد شكل ربح رأسمالي ناتج عن إعادة بيع الاستثمار بمبلغ يزيد عن سعر شرائه الأصلي. يكون الربح الذي يتوقعه المستثمرون الحصول عليه في المستقبل عاملا رئيسيا في القرارات التي يتخذونها للاكتتاب في إصدار ما دون غيره.

رغم أن المستثمرين يسعون إلى العائد المرتفع، نجد أن هناك عوامل أخرى تؤثر على اتخاذ قرارات الاستثمار في إصدار بعينه، وهذه العوامل هي:¹

- عوائد مقارنة.

- مخاطرة الاستثمار.

- سيولة السوق الثانوية.

ومع ذلك فإنه يمكن التمييز بين نوعين رئيسيين من المستثمرين:

1- المستثمرون الأفراد (العائلات)

ويعرفون باسم المدخرين التقليديين ويعدون من أكبر المتعاملين في سوق البورصة نظرا للحجم الهائل الذي يمتلكونه من السيولة، كما أن تواجد هؤلاء المدخرين الصغار يعطي حركية كبيرة تكون السوق بحاجة ماسة لها، ولكي يكون تدخلهم فعالا يجب إعطاؤهم نفس الحظوظ مع المستثمرين الكبار.²

وقد عرف تدخل هؤلاء المتعاملين في سوق الأوراق المالية تطورا كبيرا خلال السنوات الماضية، جراء سعي الدولة من خلال التشريعات والتنظيمات إلى زيادة الادخار المالي والتحفيز على استثماره في هذه السوق، بإعطاء المدخرين الصغار نفس حظوظ المدخرين الكبار، وكذا حمايتهم من السرقة والتدليس، بإملاء مجموعة من الشروط على التعامل خاصة في السوق المنظمة -البورصة-، ومن بين هذه الشروط ما يلي:³

-تنظيم التعاملات بين فئات السوق ومنع الاحتكار.

-تنظيم مهمة الوساطة وحمايتها من التلاعبات والغش.

-الرقابة على الأسعار ومنع التلاعبات بالمعلومات.

¹ - برايان كويل، نظرة عامة على الأسواق المالية، دار الفاروق، مصر، الطبعة الأولى، 2006، ص: 53.

² - عبد الله سناحتي، سوق الأوراق المالية ودورها في تطوير الاستثمار دراسة حالة مجمع صيدال، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص مالية ومحاسبة، جامعة حسينية بن بوعللي، الشلف، الجزائر، 2008/2009، ص: 53.

³ - محمد براق، بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية مع دراسة حالة الجزائر، رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 1998، ص: 134.

2- المستثمرون المنشآت (التأسييون)

في أغلب الدول تتحكم هيئات الاستثمار المحلية والأجنبية في أسواق رأس المال، وتختلف هيئات الاستثمار الرئيسية من دولة إلى أخرى في عدة نواحي تبعا للإطار المالي الوطني، وبصورة عامة تتكون هذه المؤسسات من:¹

- شركات التأمين ومؤسسات التأمين على الحياة.
- شركات الاستثمار.
- البنوك.
- صناديق المعاشات.
- شركات التوظيف برأس مال متغير.

ثانيا: فئة المصدرين

وتتضمن هذه الفئة الأفراد أو المؤسسات التي تكون بحاجة إلى أموال، حيث إن إيراداتهم النقدية تقل عن احتياجاتهم الاستهلاكية. وفي هذه الحالة، تستطيع هذه الفئة الحصول على الأموال بواسطة إصدار أوراق مالية قابلة للتداول في أسواق رأس المال، ولكنه يشترط في مصدر الورقة المالية أن يكون مؤسسة أو بيت سمسة أو شركة استثمارية.

أما بالنسبة للأفراد، فيمكن الاقتراض من المؤسسات المالية في صورة القرض المباشر، حيث تتطلب في هذه الحالة أن يكون هناك عقدا مبرما بين المقرض والمقترض وعادة ما يدون في هذا العقد القيمة الاسمية للقرض والمدة الزمنية للقرض وسعر الفائدة وتواريخ دفع أقساط الفائدة وتاريخ استحقاق سداد القرض.²

يتمثل الدور الذي يقوم به مصدرو الأوراق المالية في السوق في تجميع رؤوس الأموال بإصدار أوراق مالية، وفي الغالب يتشكل هؤلاء من:³

1- الحكومات والهيئات الحكومية

قد تعاني الحكومة من عجز في الموازنة، أي قلة دخلها السنوي من الضرائب والموارد الأخرى عن نفقاتها، حيث أنه يجب توفير المال اللازم لتغطية هذا العجز. ويمكن أن تصدر الحكومة المركزية رأس مال مقترض لتجميع الأموال اللازمة لتمويل عجز الميزانية، ويمكن أيضا أن تقترض الحكومات رأس المال عن طريق إصدار سندات سيادية في أسواق رأس المال الدولية.

¹ - برايان كويل، مرجع سبق ذكره، 2006، ص: 52.

² - أحمد عمر شفيق القيشاوي، مرجع سبق ذكره، 2008، ص: 21.

³ - برايان كويل، مرجع سبق ذكره، 2006، ص: 45-50.

ويتوقف قدر ومعدل تكرار اقتراض الحكومة بصورة أساسية على حجم عجز الميزانية، ويمكن أن يكون حجم اقتراض القطاع العام كبيراً إلى حد السيطرة على سوق رأس المال المحلية لأدوات الدين. في هذه الحالة، ينبغي أن تكون سندات الحكومة أكثر جاذبية للمستثمرين من المصدرين أصحاب الشركات لأنها من المفترض أن تكون أقل مخاطرة ائتمانية من المقترضين أصحاب الشركات، فسندات الحكومة الأمريكية والبريطانية على سبيل المثال تعد خالية من المخاطرة بصورة فعلية.

2- المنظمات الدولية

المنظمات الدولية هي هيئات دولية تستخدم أسواق رأس المال لتجميع الأموال من أجل إعادة استثمارها في الغالب في مشروعات تنموية. وتتضمن هذه المنظمات البنك الدولي وبنك التنمية الآسيوي وبنك الاستثمار الأوروبي. ولهذه المنظمات التي تدعمها حكومات متعددة جدارة ائتمانية مرتفعة، ويمكنها الاقتراض في أسواق رأس المال المحلية لدول مختلفة أو في الأسواق الدولية على حد سواء. وبذلك يعد البنك الدولي واحداً من أكبر المقترضين في أسواق السندات الدولية.

3- الشركات غير المصرفية

تعتمد الكثير من الشركات غير المصرفية بصورة رئيسية على الأرباح غير الموزعة وقروض البنوك لتمويل طويل الأجل، ومع ذلك فقد تقتحم هذه الشركات أسواق رأس المال لتجميع المزيد من الأموال ما إذا كانت لديها القدرة على القيام بذلك.

عندما تنخفض معدلات الفائدة قد تحاول الشركات الكبرى القادرة على إصدار سندات دولية بتجميع رأس مال جديد طويل الأجل في شكل سندات. وبخلاف مدفوعات أرباح الأسهم، تعتبر مدفوعات الفوائد على الدين نفقات متاحة لأغراض الضرائب، وبالتالي يمكن أن يجعل الإعفاء الضريبي عن فوائد الدين تمويل الدين أرخص من تمويل رأس المال.

4- البنوك

تقوم البنوك بتجميع الأموال في أسواق رأس المال المحلية والدولية مثلها في ذلك مثل الشركات الأخرى، ونظراً لأن البنوك تحتاج إلى كم كبير من الأموال لتدعيم ومواصلة أعمال الإقراض التي تقوم بها. فهي تعد نسبياً جهات كبرى للإصدار.

يأتي كم كبير من أموال البنوك التجارية من إيداعات العملاء، ولكن يجب أن يكون للبنك كم كافي من رأس المال طويل الأجل في صورة أسهم وديون طويلة الأجل لحماية عملائه من مخاطرة تعرض الودائع للخسارة.

تتضاءل قاعدة رؤوس أموال البنوك عندما تتعرض لخسائر ونتيجة لذلك يجب عليها القيام بما يلي:

- تقليل حجم أنشطة الإقراض.

- تقليل المخاطر الائتمانية والتوقف عن إقراض مستثمرين يشكلون مخاطرة.
- تجميد المزيد من رؤوس الأموال في الأسواق بإصدار أسهم أو سندات.
- يوفر إصدار سندات ذات معدل فائدة ثابت للبنوك مصدر تمويل ذا سعر فائدة ثابت، ويمكن أن تستغل البنوك هذا المصدر في تقديم مبادلات كوبون بفائدة لشركات أخرى ترغب في المبادلة من تمويل متغير الفائدة إلى تمويل ثابت الفائدة.

ثالثاً: فئة الوسطاء

يقوم الوسطاء في السوق المالية بدور حلقة الوصل بين جمهور المستثمرين في الأوراق المالية من جهة والجهة المصدرة للأوراق المالية من جهة أخرى، وقد يقوم بدور الوسيط شخص طبيعي أو معنوي بشرط أن يكون مرخصاً بحسب قانون السوق المالية وأنظمتها وتعليماتها.¹ كما أنه يقدم النصيحة لمصدر الأوراق المالية فيما يتعلق بالأدوات المالية الأكثر مناسبة لمتطلباته الحالية، فاختيار التوقيت المناسب لطرح الإصدارات له أهمية كبرى. ويجب على الوسطاء الاتصال بالعملاء بصورة منتظمة للتعرف على فرص طرح إصدار جديد يُخدم مصالح المصدر والمستثمر على حد سواء، فدون الاتصال بالعملاء لن يتمكن الوسيط من التعرف على الفرص الموجودة.²

وتتضمن فئة الوسطاء غالباً ثلاث مجموعات هي:

- السماسرة؛
- صانعو السوق؛
- متعهدو تغطية الإصدارات الأولية.

1- السماسرة

هم الأشخاص ذووا الكفاءة والخبرة المختصة في شؤون الأوراق المالية من بيع وشراء مقابل حصولهم على العمولة من البائع والمشتري معاً.³

ويمارس هؤلاء دور الوسيط بين البائع والمشتري، حيث يتولى الوسيط توفير المشتري لمن يريد بيع الأوراق المالية، وتوفير البائع لمن يريد شراء الأوراق المالية مقابل عمولة معينة، وهذا يعني أن السماسرة ليس هو إلا منفذ لعمليات البيع والشراء التي يرغب المتعاملون في السوق المالية القيام بها. ومن ثم، فإنهم لا يحتفظون بأوراق مالية لديهم، وبالتالي فإنهم لا يتحملون خسارة أو مخاطرة مرتبطة بتعاملهم كوسطاء في السوق المالية، ويحصلون على عمولة مقابل تعاملهم وخدماتهم التي يقدمونها للمتعاملين في السوق.

¹ - وليد صافي وأنس البكري، مرجع سبق ذكره، 2009، ص: 35.

² - برايان كويل، مرجع سبق ذكره، 2006، ص: 55.

³ - فيصل محمود الشواورة، مرجع سبق ذكره، 2008، ص: 61.

2- صانعو السوق

يقوم الوسيط بممارسة مهنته وهي بيع وشراء الأوراق المالية بموجب ترخيص تمنحه إياه لجنة إدارة السوق، ويقوم الوسيط بتنفيذ مهامه داخل السوق الثانوية سواء كان السوق نظاميا أو موازيا فيها ويكون عمله إما لصالح العملاء أو لصالح نفسه.

وفيما يلي بعض الخدمات الأساسية التي يؤديها صانع السوق للسوق المالية:¹

- القيام بتوفير السيولة اللازمة للسوق المالية، وذلك من خلال تقديم ومساعدة في عمل آلية السوق المالية من خلال السيطرة على ما يسمى بالعرض والطلب.

- يقوم بلعب دور كبير في عملية المحافظة على استقرار أسعار وحجم التعامل داخل السوق المالية، وذلك من خلال دخوله للأسواق كمشتري في حالة الانخفاض الشديد للأسعار والدخول كبائع في الأسواق المالية في حالة ارتفاع الأسعار.

3- متعهدو تغطية الإصدارات الأولية

وتعني أن يقوم الوسيط بدور متعهدي الإصدارات والتغطية سواء كان في صورة أسهم أم في شكل سندات.²

ويتم تكوين اتحاد من شركات أخرى أو بنوك لتغطية الإصدار بالكامل مما يعني ضمان حصول الشركة المصدرة على قيمة الإصدار دون تحمل مخاطر عدم شراء أو توزيع هذه الأوراق. وتنتقل ملكية هذه الأوراق إلى المتعهدين حتى يتم طرحها للاكتتاب.³ وفي هذه الحالة يتعهد هذا الوسيط بتسويق جميع إصداراتها مقابل عمولة معينة، ولكن يشترط على هذا الوسيط بهذه الحالة القيام بشراء ما يعجز عن تسويقه ويبيعه من هذه الإصدارات سواء كانت أسهما أم سندات.⁴

المطلب الثاني: إدارة سوق الأوراق المالية

تتمثل الإدارة في الهيئات واللجان المسؤولة عن مراقبة سير وتنفيذ العمليات في البورصة في أغلب البلدان، إذ تهتم بمراقبة المعلومات الصادرة والمتعلقة بحاملي هذه القيم المنقولة والشركات التي تنشر علنا طلبها من أجل الحصول على السيولة اللازمة وعلى القيم الصادرة (الأسهم والسندات) من قبل الشركات، وكذلك ضرورة السهر على الآلية الحسنة لعمل بورصة القيم.

¹ - وليد صافي وأنس البكري، مرجع سبق ذكره، 2009، ص: 36.

² - نفس المرجع السابق، ص: 37.

³ - عبد الغفار حنفي، إستراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2007، ص: 44.

⁴ - وليد صافي وأنس بكري، مرجع سبق ذكره، 2009، ص: 37.

وتدار البورصة من خلال مجموعة من التقسيمات الإدارية والتنظيمية يتمثل جلها فيما يلي:¹

أولاً: لجنة أو مجلس إدارة البورصة

وتتكون من عدد من السماسرة المنتخبين، ولها مكتب مكون من رئيس ونائب وأمين صندوق، وتتفرع عنها لجان فرعية، وتكون هذه اللجان بمثابة مجلس إدارة للبورصة حيث تختص بضمان سير العمل، وممارسة دور السلطة التأديبية على المندوبين والوسطاء والسماسرة وتحديد الحد الأدنى والأعلى للأسعار.

ثانياً: الجمعية العامة

وتتكون من أعضاء البورصة العاملين، حيث تختص بانتخاب لجنة أو مجلس إدارة البورصة والتصديق على الميزانية العمومية والحسابات الختامية ومناقشة كافة الأعمال والأنشطة.

ثالثاً: اللجنة العليا أو هيئة الأوراق المالية

وتختلف من بورصة إلى أخرى، إلا أنها غالباً ما تختص باتخاذ كافة الإجراءات الكفيلة بتطبيق القوانين والأنظمة والإجراءات ذات العلاقة.

رابعاً: هيئة التحكيم

وتختص بالفصل في جميع المنازعات التي قد تحدث بين الأعضاء بشرط أن يكون هناك اتفاق على التحكيم، وتكون قراراتها ملزمة للأطراف المتنازعة.

خامساً: مجلس التأديب

ويكون برئاسة رئيس لجنة البورصة أو نائبه، وعضوية أحد الأعضاء العاملين، ويختص بالفصل في المخالفات وفقاً للقوانين والأنظمة القائمة.

سادساً: مندوب الحكومة

ويقوم بمراقبة تنفيذ القوانين واللوائح المعمول بها، وحضور اجتماعات الجمعية العامة وجلسات لجنة البورصة.

¹ - فيصل محمود الشواورة، مرجع سبق ذكره، 2008، ص ص: 59-60.

المطلب الثالث: قواعد وإجراءات التعامل في سوق الأوراق المالية

تمثل قواعد وإجراءات التعامل في سوق الأوراق المالية الأساس الذي يحكم تصرفات المتعاملين. لذلك، فإن دقة صياغتها وسهولة فهمها هما مطلبان أساسيان لتسيير الاتصال بين الأطراف المعنية، وتمهيد السبيل لإبرام صفقات ناجحة، كما تساهم القواعد والإجراءات السليمة في رفع كفاءة السوق.

أولاً: الأوامر التي يصدرها العملاء

قبل قيام السمسار بتنفيذ عمليات البيع أو الشراء، ينبغي أن يستلم تعليمات أو أوامر محددة من العميل، ويمكن تقسيم هذه الأوامر إلى:

1- الأوامر المحددة لسعر التنفيذ

يقصد بالأوامر المحددة لسعر التنفيذ تلك الأوامر التي يكون فيها السعر الذي يحدده العميل هو الفيصل في تنفيذ الصفقة من عدمه،¹ وفي هذا الصدد يوجد بديلان من الأوامر:

1-1- أوامر السوق

يستدل من هذا الأمر بأن المستثمر يرغب في الشراء أو البيع بأفضل سعر يجري التعامل عليه حالياً. ففي حالة الأمر بالشراء بسعر السوق، فإنه يعني الشراء بأقل سعر بينما أمر السوق بالبيع بمعنى البيع بأعلى سعر يجري التعامل به، يعني هذا أن أوامر السوق تحدث إذا كان المستثمر يرغب في الشراء أو البيع الفوري وبكميات قليلة، بحيث لا تحدث تغييراً ملموساً في السعر الذي يتم التعامل به في السوق.²

2-1- الأوامر المحددة

بموجب هذا الأمر يتم تحديد كلا من السعر والكمية وفي هذه الحالة يقوم السمسار ببيع أو شراء عدد محدد من الأوراق المالية بالسعر المحدد أو بأفضل منه وإذا لم يتمكن من تنفيذ الأمر المحدد، فإنه يدونه في دفاتره أو دفاتر سمسار آخر قد يكون متخصصاً ل يتم تنفيذه حالما يمكن ذلك.³

2- الأوامر المحددة لوقت التنفيذ

يقصد بالأوامر المحددة لوقت التنفيذ تلك الأوامر التي يكون الزمن هو الفيصل في تنفيذها أو عدم تنفيذها، وقد تكون مدة الأمر يوماً أو أسبوعاً أو شهراً، أو قد يكون الأمر مفتوحاً أي لا يوجد تاريخ محدد لتنفيذه.⁴

¹ - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، 1993، ص: 125.

² - عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، 2007، ص: 50.

³ - زياد رمضان، مرجع سبق ذكره، 2007، ص: 130-131.

⁴ - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، 1993، ص: 128.

2-1- أوامر محددة بيوم

أمر محددة بفترة زمنية محددة بيوم ويكون الأمر ساري المفعول في اليوم الذي صدر فيه فقط.¹

2-2- أوامر محددة بأسبوع أو شهر

بالنسبة للأمر الذي مدته أسبوع، فإنه ينتهي بنهاية الأسبوع الذي صدر فيه، كذلك فإن الأمر الذي مدته شهر ينتهي سريانه بنهاية الشهر الذي صدر فيه.²

2-3- الأوامر المفتوحة

بالنسبة للأوامر المفتوحة، فإنه يتم العمل بها طالما لم يتم إلغاؤها، وقد يحدد لمثل هذا النوع من الأوامر فترة زمنية، وفقا لذلك يتم شراء الأسهم بالسعر المحدد إلى أن يتم تنفيذ الأمر أو إلى أن يلغى العميل الأمر.³

3- الأوامر التي تجمع بين سعر ووقت التنفيذ

وينقسم هذا النوع من الأوامر إلى:

3-1- الأمر المحدد للسعر خلال فترة معينة

يقصد بالأوامر المحددة للسعر خلال فترة معينة الأوامر التي تحدد سعرا معيناً للتنفيذ، غير أنها تشترط إتمام الصفقة خلال فترة زمنية معينة قد تكون يوما أو شهرا أو أكثر، وهي بذلك تجمع بين مزايا الأوامر المحددة للسعر ومزايا الأوامر المحددة للزمن.⁴

3-2- الأمر المفتوح في حدود سعر معين

لا يحدد فترة التنفيذ غير أنه يشترط إتمام الصفقة حينما يصل سعر السوق إلى السعر الذي يحدده المستثمر أو سعر أفضل منه، ويقوم السمسار باغتنام الفرصة وذلك عندما يصل سعر السهم في السوق إلى السعر المحدد أو أقل منه في حالة الشراء، أو أعلى منه في حالة البيع، وعادة ما يضع المستثمر حدا أقصى للفترة الزمنية التي ينبغي أن ينفذ خلالها الأمر، ومن مزاياه يعرف المستثمر مقدما وإلى حد كبير السعر الذي سيحصل عليه في البيع أو الشراء.⁵

4- الأوامر الخاصة

ينقسم هذا النوع من الأوامر إلى الأقسام التالية:

4-1- أوامر الإيقاف

لا تنفذ هذه الأوامر إلا إذا بلغ سعر السهم مستوى معين أو تعدها، ويوجد نوعان من أوامر الإيقاف:⁶

¹ - وليد صافي وأنس بكري، مرجع سبق ذكره، 2009، ص: 36.

² - منير إبراهيم هندي، نفس المرجع السابق، 1993، ص: 129.

³ - عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، 2007، ص: 51-47.

⁴ - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، 1993، ص: 130.

⁵ - عصام حسين، مرجع سبق ذكره، 2008، ص: 89.

⁶ - نفس المرجع أعلاه، ص: 89.

4-1-1- أوامر تتعلق بالبيع

يصبح لزاما على السمسار أن ينفذ أمر البيع إذا وصل سعر السهم إلى المستوى المحدد أو انخفض عنه.

4-1-2- أوامر تتعلق بالشراء

يقضي بأن يقوم السمسار بشراء السهم إذا بلغ سعره مستوى معين أو تعدها، فلو أن التوقعات تشير إلى مستقبل مبشر بشأن أسهم شركة ما بخلاف توقعات المستثمر حينئذ يمكن إصدار أمر إيقاف.

4-2- أوامر الإيقاف المحدد

تعالج أوامر الإيقاف عدم التأكد بشأن السعر الذي تنفذ به الصفقة في حالة استخدام أوامر الإيقاف، ففي أوامر الإيقاف المحدد يضع المستثمر حدا أدنى لسعر البيع وحدا أقصى لسعر الشراء. ولا يتم التعامل إلا بذلك السعر أو سعر أفضل منه، هذا وإذا لم يتمكن السمسار من تنفيذ الأمر في الحال فيمكنه اللجوء إلى المتخصص الذي يتعامل في هذا النوع من الأسهم، وذلك طالما أن السعر لم يهبط (حالة البيع) أو يرتفع (حالة الشراء) عن السعر الذي حدده العميل في الأمر.¹

4-3- أمر التنفيذ حسب مقتضى الأحوال

يقصد بالأمر حسب مقتضى الأحوال أن يترك للسمسار الحق في إبرام الصفقة حسب ما يراه وتكون حرية السمسار في هذا النوع من الأوامر مطلقة، فهو الذي يختار الورقة محل التعامل والسعر، وما إذا كانت الصفقة شراء أم بيعا، وتوقيت تنفيذها. أما الأوامر المقيدة فتقتصر فيها حرية السمسار على توقيت التنفيذ والسعر الذي يرم على أساسه الصفقة. وبالطبع يقتصر التعامل بهذا النوع من الأوامر على العملاء الذين تتوافر لديهم ثقة كاملة في كفاءة وأمانة السمسار وقدرته على الحكم.

ومن مزايا هذا النوع من الأوامر إعطاء قدر كبير من المرونة للسمسار بما يمكنه من التصرف بسرعة لاغتنام الفرص المواتية دون انتظار لأوامر محددة من العميل.²

ثانيا: كيفية وشروط التعامل في البورصة

تلعب البورصة دور الوساطة المالية، من خلال تشجيع الادخار وتنمية الوعي الاستثماري بين الأفراد، والتعامل مع وحدات العجز والفائض عبر آليات بيع وشراء الأوراق المالية عن طريق النظام الذي تشتغل به البورصة، ولنجاح هذه الآليات يجب توفر مجموعة من الشروط في الأطراف المتدخلة في البورصة.

¹ - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، 1993، ص: 133.

² - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، 1993، ص: 134.

1- كيفية التعامل في البورصة

عند التفكير بشراء مجموعة من الأسهم في البورصة، فإن ذلك يكون من خلال وسيط يطلق عليه السمسار أو شركات السمسرة وهي وكيل العميل الراغب في إجراء تداول في البورصة سواء يبعأ أو شراء. ولا يجوز طبقاً للنظم المعمول بها دولياً أن يقوم العميل بإجراء التداول بصفته الشخصية بل عليه الرجوع إلى السمسار الذي يؤدي ذلك العمل داخل البورصة فيما عدا الأسهم فهي لحاملها، لأن طبيعتها تقتضي أن مستند الملكية هو الحيازة.

ويقوم السمسار بأداء عمله من واقع الترخيص له بذلك رسمياً من الجهات الحكومية الرقابية في الدولة، ويقوم السمسار بأداء هذه الخدمة مقابل عمولة متفق عليها.

ولمعرفة نوعية الأسهم من حيث الجودة، يجب دراسة خصائصها من خلال فحص الشركات المصدرة لها، وكل شركة تصدر ما يسمى قوائم مالية وكل شركة مرخص لها بالعمل في السوق يجب أن تطبق معايير وأنظمة محاسبية تساعد وتنظم عملية إصدار القوائم المالية لها.

وينظم علم المحاسبة المالية استعراض الموقف المالي للشركة فيما يعرف بالقوائم المالية التي يتبين من خلالها إجمالي أصول الشركة واستثماراتها، ومصادر تمويل تلك الاستثمارات والأصول في تاريخ معين فيما يعرف باسم الميزانية أو المركز المالي للشركة في تاريخ معين، فالميزانية هي قائمة المركز المالي في نهاية الفترة توضح طبيعة وقيمة الأصول والخصوم ورأس مال الشركة.

كما يتم بيان نتائج أعمال الشركة خلال فترة زمنية فيما يعرف بقائمة الدخل خلال مدة من الزمن، يتم فيها استعراض نتائج الأعمال عن الفترة السابقة التي توضح الإيرادات والمصاريف والأرباح والخسائر ومصادر الإيرادات والتكلفة للوصول إلى صافي الربح أو رقم الأعمال النهائي، ومن القوائم المالية أيضاً قوائم مصادر الأموال التي يتم الحصول عليها خلال الفترة الزمنية وكذلك التقرير السنوي وهو تقرير عن عمليات الشركة عن السنة المنتهية، ويمثل التقرير وثيقة مفيدة جداً لحملة الأسهم تتيح لهم متابعة أداء الشركة وبالتالي استثماراتهم فيها، ويتضمن التقرير السنوي عادة:¹

- قسم يوضح فلسفة الشركة أو كيفية قيامها بأعمالها، ويحدد هذا القسم ما تعتبره الشركة رسالتها الحضارية التي تميزها عن الشركات المشابهة أو المنافسة لها.

- البيانات المالية والتي تشمل حسابات الأرباح والخسائر ونتائج عمليات العام والميزانية العامة، حيث تظهر الميزانية العامة موجودات ومطلوبات الشركة في نهاية ذلك العام المالي بالمقارنة مع العام المالي السابق.

- تقارير مفصلة عن كل قطاع من عمليات الشركة، وقد تلقي هذه التقارير الضوء على أي حلقة ضعيفة في بنيتها الإدارية.

¹ - عصام حسين، مرجع سبق ذكره، 2008، ص ص: 89-91.

- تقرير للمدققين يؤكد فيه أن الأرقام والبيانات الواردة في التقرير السنوي خضعت للتدقيق من قبل مدققين خارجيين، وما إذا كانت تعكس صورة صحيحة وعادلة للأوضاع المالية للشركة.

وتفيد القوائم المالية في إجراء ما يعرف باسم التحليل المالي للشركة (التحليل الأساسي) للوصول إلى استقراء ومعرفة حقيقة الموقف المالي من حيث نقاط القوة والضعف والتجانس من خلال تحليل الشركة من حيث الأصول، الربحية، الإدارة... إلخ بالإضافة إلى تحليل القطاع الذي تنتمي إليه الشركة. ويتضمن التحليل الأساسي أيضا أخذ المؤشرات الاقتصادية في الاعتبار مثل إجمالي الناتج المحلي، أسعار الفائدة، معدلات البطالة والمدخرات كي يتم في النهاية تقييم قرار الاستثمار في أسهم أو سندات الشركة.

ويمكن أيضا أن تتم معرفة الأسهم التي لها أكثر من سنة في المعاملات من حيث جودتها من خلال التحليل الفني لتلك الأسهم الذي يدرس السهم من خلال اتجاه حركته وعدة مؤشرات إحصائية أخرى، ويمكن استقراء الحركة المستقبلية لتلك الأسهم من خلال الصعود والهبوط.

2- شروط التعامل في البورصة

تتطلب عملية دخول الشركات والمؤسسات الاقتصادية إلى سوق الأوراق المالية جملة من الشروط، منها ما يتعلق بالجانب المالي ومنها ما يتعلق بالجانب القانوني. وما تجدر الإشارة إليه هو أن هذه الشروط تختلف من دولة لأخرى ومن بورصة إلى أخرى داخل نفس الدولة.

ويمكن تلخيص هذه الشروط في النقاط الموالية:¹

- يشترط في الشركة أو المؤسسة التي ترغب في الدخول إلى البورصة أن يكون شكلها القانوني من الأموال أي شركة مساهمة أو شركة التوصية بالأسهم.

- يفتح رأس المال الاجتماعي لجمهور المساهمين المحتملين بنسبة تتراوح ما بين 20% إلى 25% حيث يتم طرح هذه النسبة من رأس المال في سوق الأوراق المالية وذلك بإصدار ما يقابلها من أسهم.

- أن يكون قد مر على تأسيسها ونشاطها أكثر من ثلاث سنوات.

- أن تكون حققت الأرباح خلال السنتين الأخيرتين عند طلب الإدراج في سوق الأوراق المالية مع توزيع الأرباح خلالهما.

- تكوين ملف الدخول وإيداعه لدى الجهات المختصة مع الإشارة إلى أن الملف يجب أن يحتوي على القانون الأساسي للشركة، وتقديم نشاط المؤسسة وآفاقها المستقبلية مع الإشارة إلى كيفية الدخول إلى سوق الأوراق المالية.

- تقديم القوائم المالية الحتامية كجدول حسابات النتائج والميزانية الختامية، مصادق عليها من طرف محافظ حسابات.

¹ - رشيد بوكساني ، مرجع سبق ذكره، 2006/2005، ص: 17.

خلاصة الفصل الأول

تناول هذا الفصل الذي جاء بعنوان الأسواق المالية وأوراقها تعريف الأسواق المالية، والمهام والوظائف الموكلة إليها. وقد عرف أن الأسواق المالية تنقسم إلى عدة أقسام وذلك حسب المعيار المتخذ في التقسيم. كما تناول هذا الفصل تقسيمات سوق الأوراق المالية بشكل مفصل، كذلك تطرق إلى كفاءة الأسواق المالية وذلك من خلال تعريفها ومتطلباتها بالإضافة إلى الصيغ المختلفة لكفاءة الأسواق المالية.

أما المبحث الثاني من هذا الفصل، فقد خص بدراسة أهم الأدوات المتداولة في سوق الأوراق المالية والتي تم تقسيمها إلى صنفين وهي الأسهم والسندات، بالإضافة إلى المشتقات المالية التي يتم دراستها في الفصل القادم باعتبارها لب الموضوع.

كما تم التطرق في المبحث الثالث والأخير إلى تنظيم وسير سوق الأوراق المالية، وذلك من خلال عرض أهم المتدخلين في هذه الأخيرة، بالإضافة إلى ذكر أهم اللجان والأشخاص الساهرين على السير الحسن لهذه السوق من خلال الإجراءات والقواعد المتخذة في سوق الأوراق المالية.

الفصل الثاني

مفاهيم المشتقات المالية واستخداماتها

الفصل الثاني: مفاهيم المشتقات المالية واستخداماتها

لقد تزايدت أهمية صناعة المشتقات المالية في العقدين الأخيرين من القرن الماضي، سواء من ناحية حجم التعامل بهذه الأدوات الجديدة أو من ناحية اتساع عدد المشاركين في أسواق المشتقات.

وصاحب ظهور هذه الأدوات تعاضم ظاهرة تقلب أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات الأجنبية، مما حتم استعمال هذه الأدوات لغرض تسهيل عملية نقل وتوزيع المخاطر كأدوات للمضاربة والتحوط، ومن ثم أولتها الجهات الرسمية عناية فائقة نظرا لما تحويه من منافع سواء فيما يتعلق بتخفيض تكاليف التمويل أو تحسين معدلات العائد على الأصول، ولتجنب الضرائب والإجراءات الصارمة. ولعل أكثر المنافع التي تقدمها المشتقات هي حماية المستثمرين من مخاطر الأسواق الناجمة عن تغيرات الأسعار المفاجئة غير المتوقعة.

ويتم تناول هذا الفصل في ثلاثة مباحث هي كما يلي:

- مفاهيم عامة حول المشتقات المالية؛
- أنواع المشتقات المالية؛
- استخدامات المشتقات المالية ومخاطرها.

المبحث الأول: مفاهيم عامة حول المشتقات المالية

أدى التغير المستمر في البيئة الاقتصادية والمالية إلى ضرورة البحث عن أدوات ومنتجات مالية جديدة، فالتغير في أسعار السلع والتضخم وأسعار الفائدة وأسعار صرف العملات تطلب البحث عن منتجات مالية جديدة، أقل تكلفة وأدنى مخاطر وأعلى عائد، ويطلق على هذه الأدوات المالية الجديدة بالمشتقات المالية.

وقصد التعرف أكثر على المفاهيم الأساسية للمشتقات المالية يتم تقسيم هذا المبحث إلى ثلاثة مطالب هي:

- تعريف المشتقات المالية؛

- الهندسة المالية؛

- دور الهندسة المالية في صناعة المشتقات المالية.

المطلب الأول: تعريف المشتقات المالية

تعددت التعاريف التي أعطيت للمشتقات المالية لأهميتها وتوسع نطاق استعمالها، وفيما يلي بعض التعاريف:

أولاً: التعريف الأول

المشتقات المالية هي أدوات مالية ترتبط بأداة مالية معينة أو مؤشر، أو سلعة، والتي من خلالها يمكن بيع أو شراء المخاطر المالية في الأسواق المالية. أما قيمة الأداة المشتقة، فإنها تتوقف على سعر الأصول أو المؤشرات محل التعاقد، وعلى خلاف أدوات الدين فليس هناك ما يتم دفعه مقدماً ليتم استرداده وليس هناك عائد مستحق على الاستثمار.

وتستخدم المشتقات المالية لعدد من الأغراض وتشمل إدارة المخاطر، والتحوط ضد المخاطر، والمراجحة بين الأسواق وأخيراً المضاربة.

وهي عبارة عن عقود مالية تتعلق ببند خارج الميزانية وتتحدد قيمتها بقيمة واحدة أو أكثر من الموجودات أو الأدوات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها.¹

1- سمير عبد الحميد رضوان حسن، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر، دار النشر للجامعات، مصر، 2001، ص: 58-61.

ثانيا: التعريف الثاني

الأوراق المالية المشتقة أو كما يسمونها المشتقات المالية هي عقود تشتق قيمتها من قيمة الأصول موضوع العقد، وقد اكتسبت دورا مهما في الأسواق المالية بشكل خاص والاستثمار المالي بشكل عام.¹ وقد زاد رواج هذه الأدوات يوما بعد يوم، وذلك لاستعمالها في التغطية ضد المخاطر المالية ونقلها إلى أطراف أخرى.²

فهي عقد كسائر العقود، تمثل اتفاقا بين طرفين أحدهما بائع والآخر مشتري، ويترتب عليهما حقا لطرف والتزاما على الطرف الآخر.

ثالثا: التعريف الثالث

المشتقات المالية "هي أية عقود تؤدي في آن واحد إلى نشوء أصل مالي لمنشأة ما ومطلوب مالي أو أداة ملكية لمنشأة أخرى، حيث يؤدي ذلك إلى تحويل المخاطر المرتبطة بالأدوات المالية الأساسية للغير دون أن تمتد عملية التبادل للأداة المالية الأساسية، التي نتجت عنها هذه المخاطر، مع أنها عقود مالية تتعلق بفقرات خارج الميزانية وتتحدد قيمتها بقيمة واحد أو أكثر من الموجودات أو الأدوات أو المؤشرات الأساسية المرتبطة بها."³

رابعا: التعريف الاستنتاجي

من خلال التعاريف الثلاثة السابقة، يمكن تلخيص المشتقات في النقاط الموالية:⁴

- هي عقود.
- تتم تسويتها في تاريخ مستقبلي.
- تتوقف قيمتها على قيمة الأصل أو المؤشر (أي تشتق قيمتها من قيمة الأصل أو المؤشر محل التعاقد، ولذلك سميت بالمشتقات).
- ويتضمن العقد:
- تحديد سعر معين للتنفيذ المستقبلي.
- تحديد الكمية التي يطبق عليها السعر.
- تحديد الزمن الذي يسري فيه العقد.

1 -Zvi Bodie and Alex Kane and Alan J. Marcus, **Essentials of Investments**, The McGraw-Hill, USA, 5th Edition, 2003, p: 491.

2 -**Idem**, p: 06.

3- عادل رزق، دعائم الإدارة الاستراتيجية للاستثمار، إتحاد المصارف العربية، بيروت، 2006، ص ص: 74-75.

4- طارق عبد العال حماد، المشتقات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001، ص ص: 7-8.

- تحديد الشيء محل التعاقد والذي قد يكون:

- سعر فائدة محدد.
- سعر ورقة مالية.
- مؤشر أسعار.
- تغيرات مماثلة.
- سعر سلعة.
- سعر صرف أجنبي.

المطلب الثاني: الهندسة المالية

أصبحت التقلبات في الأسعار بما فيها أسعار السلع وأسعار الفائدة وأسعار العملات وأسعار الأسهم والسندات أحد الظواهر التي اتسمت بها الاقتصاديات المعاصرة، وقد شكلت التقلبات الكبيرة وغير المتوقعة خطراً كبيراً على مؤسسات الأعمال إذ هدد وجودها وعرضها للإفلاس. لذلك نشطت المؤسسات في تطوير وابتكار أدوات مالية تمكنها من إدارة هذه المخاطر أو التحوط منها، وهذا النشاط أي الابتكار والتطوير للأدوات والعمليات التمويلية هو ما يعرف بالهندسة المالية.

أولاً: تعريف الهندسة المالية

الهندسة المالية مفهوم قديم قدم التعاملات المالية، لكنه قد يبدو حديثاً نسبياً من حيث المصطلح والتخصص، يعرف بعض الباحثين الهندسة المالية بأنها التصميم والتطوير والتنفيذ، لأدوات وآليات مالية مبتكرة، والصياغة لحلول إبداعية لمشاكل التمويل.

وهذا التعريف يشير إلى أن الهندسة المالية تتضمن ثلاثة أنواع من الأنشطة.

- ابتكار أدوات مالية جديدة مثل بطاقة الائتمان.

- ابتكار آليات تمويلية جديدة من شأنها تخفيض التكاليف الإجرائية لأعمال قائمة مثل التبادل من خلال الشبكة العالمية.

- ابتكار حلول جديدة للإدارة التمويلية، مثل إدارة السيولة أو الديون، أو إعداد صيغ تمويلية لمشاريع معينة تلائم الظروف المحيطة بالمشروع.

والمقصود من الابتكار ليس مجرد الاختلاف عن السائد فقط، بل لابد أن يكون هذا الاختلاف متميزاً إلى درجة تحقيقه لمستوى أفضل من الكفاءة والمثالية، ولذا فلا بد أن تكون الأداة أو الآلية التمويلية المبتكرة تحقق ما لم تستطع الأدوات والآليات السائدة تحقيقه.¹

وعليه فيمكن إجمال مفهوم الهندسة المالية بأنها ابتكار لحلول مالية، فهي تركز على عنصر الابتكار والتجديد. كما أنها تقدم حلولاً، فهي بذلك تلي احتياجات قائمة أو تستغل فرصاً أو موارد معطلة، وكونها مالية يحدد مجال الابتكار في الأنشطة الاقتصادية، سواء في التبادل أو التمويل.²

وتسعى الهندسة المالية إلى قيام المؤسسات المالية (البنوك، شركات التأمين، صناديق الاستثمار) برسم سياسات مالية قوية وابتكار منتجات وأدوات مالية جديدة وآليات واستراتيجيات مالية مرنة تتفاعل وتستفيد من التغيرات المستمرة في أسواق المال العالمية والإقليمية والمحلية (أسعار الفائدة على السندات، أسعار الصرف، أرباح الأسهم، أسعار الأسهم، حجم التداول...)، ويتطلب ذلك أن تقوم الإدارات المالية والمنشآت المالية الحديثة بإنشاء أقسام للبحوث والتطوير في حقل المنتجات والأدوات المالية، ويساعد على ذلك وجود قاعدة بيانات مالية تسمح بالمحاكاة والتجارب، بغرض تحقيق الربحية والنمو والاستقرار المالي.³

ثانياً: نشأة الهندسة المالية وأسباب ظهورها

في مطلع الثمانينيات بدأت بورصة وول ستريت (بورصة نيويورك للأوراق المالية) بالاستعانة ببعض الأكاديميين ذوي الشهرة الواسعة لتطوير منتجات أسواق المال، وكلما زادت هذه المنتجات تعقيداً كلما زادت الاستعانة بالأكاديميين. وكثير من هؤلاء الأكاديميين كانوا حائزين على درجات علمية متقدمة في العلوم، وفي منتصف الثمانينيات، أخذت هذه العملية الوليدة اسماً أكثر قبولا وانتشاراً وهو الهندسة المالية، وقد ساهمت العديد من العوامل في نمو الهندسة المالية. وبينما كانت المخاطرة دائماً حاضرة، فإن تقلب أسعار الفائدة وأسعار الصرف زاد زيادة محسوسة في السنوات الأخيرة.⁴

1- عبد الكريم قندوز، الهندسة المالية الإسلامية، مجلة جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية، 2007، ص: 11.

2- سامي السويلم، صناعة الهندسة المالية، بيت المنشورة للتدريب، الكويت، 2004، ص: 05.

3- فريد النجار، المشتقات والهندسة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2009، ص: 123.

4- خالد محمد نصار، آليات تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء منتجات الهندسة المالية، رسالة ماجستير الجامعة الإسلامية غزة، فلسطين، 2006، ص:

ومما ينبغي الإشارة إليه بهذا الصدد أن من الأسباب الأساسية التي دفعت إلى ظهور أدوات الهندسة المالية ما يلي:¹

- تذبذب أسعار الصرف للعملة المختلفة تجاه بعضها البعض.
 - زيادة المخاطر البيئية المحيطة بالمؤسسات والتي يصعب السيطرة عليها.
 - زيادة مخاطر الأعمال والتي يجب أن تعرف المؤسسات كيفية السيطرة عليها.
 - تغير أسعار المعادن الثمينة وأسعار السلع الأساسية والمواد الخام.
- وهناك عدة عوامل مسؤولة عن تطوير أدوات الهندسة المالية وتزايد استعمالها يمكن ذكرها فيما يلي.²
- العولمة وما أدت إليه من الاتجاه العالمي المتزايد نحو إلغاء القيود المالية والاستثمارية أو الحد منها، وتسهيل تدفق الأموال بين الأسواق المالية والاستثمارية وتحسين مستوى الخدمات المالية والمصرفية المقدمة إلى الزبائن.
 - الثورة المعلوماتية والإلكترونية التي أدت إلى تسهيل وتوسيع عمليات الاتصال بين مختلف المتعاملين في أنحاء مختلفة من العالم، والتوسع في التجارة الإلكترونية وإيجاد البرمجيات الجاهزة للحاسوب، والتي يتم استخدامها في العديد من المجالات المالية والمصرفية ومنها استخدامات أدوات الهندسة المالية.
 - تزايد الطلب على منتجات مالية جديدة من الزبائن ولاسيما فيما يتعلق بالمنتجات المالية التي تقدم فرصاً أوسع لتحقيق الإيرادات وإدارة المخاطر.
 - المنافسة الشديدة بين المصارف والمؤسسات المالية والاستثمارية، مما جعلها تفكر في توسيع نشاطاتها وتقديم المنتجات المالية الجديدة وبصورة مستمرة للزبائن.
 - زيادة سرعة التغير في البيئة المالية والتقلب الشديد في أسعار الفائدة والعملة والسلع الأخرى بصورة عامة.
 - المساهمات الأكاديمية للكتاب والباحثين في حقل الإدارة المالية وإدارة المصارف، التي سهلت من عملية الفهم الصحيح لهذه الأدوات وكيفية استخدامها بفاعلية.

1 - هاشم فوزي دباس العبادي، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على استراتيجيات الخيارات المالية، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2008، ص: 61.

2 - نفس المرجع أعلاه، ص: 60.

- التشريعات المالية الجديدة وإزالة القيود الخاصة باستخدام أدوات الهندسة المالية في بلدان عديدة، والتي سمحت بتوسيع التعامل بهذه الأدوات.

ثالثاً: مجالات الهندسة المالية

لقد ساهمت عمليات الهندسة المالية وما تضمنته من ابتكار مالي في تقديم العديد من الأدوات المالية المبتكرة ومنها المشتقات المالية. وتشير الهندسة المالية إلى عمليات تصميم وتطوير وتقديم أدوات مالية جديدة وأساليب تعامل مستحدثة، بالإضافة إلى صياغة حلول مبتكرة لمواجهة المشاكل في مجال التمويل. ومنه يمكن القول أن الهندسة المالية تتضمن ثلاثة مجالات رئيسية هي:¹

1- تقديم أدوات مالية مبتكرة

ويشمل ذلك تلك الأدوات المالية التي يتم تطويرها بالدرجة الأولى للوفاء باحتياجات المستثمرين من ناحية، أو مقابلة الاحتياجات المالية للشركات الكبيرة من ناحية أخرى، ومن أمثلة هذه الأدوات المشتقات المالية بأنواعها المختلفة.

2- تطوير أساليب مالية مستحدثة

تساهم هذه الأساليب الجديدة في تقليل تكاليف المعاملات المالية بشكل فعال، وقد يأتي هذا التطور إما نتيجة لتغييرات تشريعية أو تنظيمية -ومثال ذلك إجراء التسجيل على الرف- أو نتيجة لتطورات تكنولوجية ومثال ذلك التعامل الإلكتروني.

3- تقديم حلول مبتكرة لمواجهة مشاكل تمويلية

وتشمل هذه الحلول تقديم استراتيجيات مبتكرة لإدارة هيكل الأصول وهيكل التمويل بالشركة، ومثال ذلك الصور المختلفة لعمليات التأجير التمويلي.

1- يسري حسين خليفة، "العوامل المؤثرة على قرار تبني استخدام المشتقات المالية"، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، جامعة الإسكندرية، مصر، العدد 1، جانفي 2009، ص: 02.

المطلب الثالث: دور الهندسة المالية في صناعة المشتقات المالية

ترك التطور المذهل والسريع في تقنية المعلومات وثورة الاتصالات والتحول من اقتصاديات تعتمد على كثافة العمل إلى اقتصاديات تعتمد على كثافة المعرفة بصماته على أساليب التمويل للحكومات والشركات وعلى التمويل المصرفي الذي ركز طويلا على التقليد، وعزف عن التطوير، مكتفيا بما قدمته المنظومة المالية المصرفية من أدوات تقليدية لم تعد تستجيب ولا تتلاءم مع متغيرات العصر والتطور المذهل في تقنية المعلومات والذي صاحبه ظهور الشركات متعددة الجنسيات. كما اقترن به ظهور آليات جديدة كصناديق الاستثمار وبطاقات الائتمان وشهادات الإيداع، وأسهم الخزانة، وأدوات مالية مبتكرة لم تكن مجرد طفرة في أداء الأسواق المالية والسلعية وأسواق المعادن الثمينة، وإنما كانت ثورة في أساليب وصيغ التعامل، ونوعية الأدوات التي يجري التعامل عليها في هذه الأسواق.

أولاً: المهندسون الماليون

شبه روبينسون (Robinson, 1988.56) المهندس المالي بالمهندس المعماري، والهندسة المالية بالهندسة المعمارية وأدوات الهندسة المالية بأدوات الهندسة المعمارية، التي يمكن من خلال استعمالها إيجاد العديد من التشكيلات والمراكز المالية المختلفة، وكذلك الاعتماد على النماذج والأساليب الكمية المدروسة بعناية، وإمكانية تصميم وبناء التشكيلات المختلفة باستعمال الأدوات المالية الجديدة. ويقوم المهندس المالي بهذه العملية من خلال استراتيجيات معينة خاصة بالهندسة المالية، تعتمد على تشخيص متطلبات المتعاملين في الأسواق المالية وقدراتهم من جهة، وتحليل وتشخيص الفرص والتحديات في هذه الأسواق من جهة، من أجل تحديد استراتيجية الهندسة المالية المثلى من وجهة نظر المتعاملين.¹

وقد أنشئ خصيصاً لهذه الفئة المتميزة الاتحاد الدولي للمهندسين الماليين لرعايتهم والارتقاء بصناعة الهندسة المالية عام 1992، وأصبح يضم نحو 2000 عضواً من شتى أنحاء العالم يمثلون الممارسين والأكاديميين والمهنيين للمحاسبة والقانون والنظم، والجمعيات رفيعة المستوى في التقنيات العلمية كما قام الاتحاد بوضع معايير للصناعة تركز على النظرية والتطبيق.²

1 - هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، 2008، ص: 21-22.

2 - سمير عبد الحميد رضوان حسن، مرجع سبق ذكره، 2001، ص: 102.

ثانيا: الصناعة المالية

تعرف الصناعة المالية بأنها ابتكار لحلول مالية، فهي بذلك تركز على عنصر الابتكار والتجديد، كما أنها تقدم حلولاً، فهي بذلك تلي احتياجات قائمة وتستغل فرصاً أو موارد معطلة، وكونها مالية يحدد مجال الابتكار في الأنشطة الاقتصادية، سواء في التبادل أو التمويل.

ويرى روبرت ميرتون أن الهندسة المالية هي وسيلة لتنفيذ الابتكار المالي وأنها منهج مصاغ في صورة نظام أو مجموعة من الأفكار والمبادئ تستخدمه مؤسسات وشركات الخدمات المالية لإيجاد حلول أفضل لمشاكل مالية معينة تواجه عملائها. ويستفاد مما تقدم أن الهندسة المالية والابتكار المالي ليسا شيئاً واحداً، وإنما هما عمليتان متكاملتان تعتمد كل منهما على الأخرى. فالحاجة تدفع إلى الابتكار، والابتكار يعتمد على الهندسة المالية، وما يتوفر للقائمين عليها من المهندسين الماليين من الخبرات والمهارات والقدرة على توظيف النماذج الرياضية والإحصائية المعقدة ما يؤهلها لوضع هذه الابتكارات موضع التنفيذ، ليتم طرحها في الأسواق في صورة أدوات مالية وخدمات تتسابق المؤسسات المالية المتنافسة على أن يكون لها فضل السبق في تقديمها للعملاء.¹

المبحث الثاني: أنواع المشتقات المالية

يستحيل على أي باحث مهما علا قدره أن يتناول على سبيل الحصر كافة أدوات المشتقات التي قدمتها مراكز البحث والابتكار، حيث لا تتوقف الهندسة المالية عن صناعة المشتقات المالية بمختلف أنواعها. وتضم هاته المشتقات مجموعة واسعة من العقود المالية التي تتنوع وفقاً لطبيعتها ومخاطرها وآجالها، ومن خلال هذا المبحث يتم تناول أهم المشتقات المالية المتعامل بها في الأسواق المالية، والتي تدور حول الخيارات والعقود المستقبلية والعقود الآجلة والمبادلات.

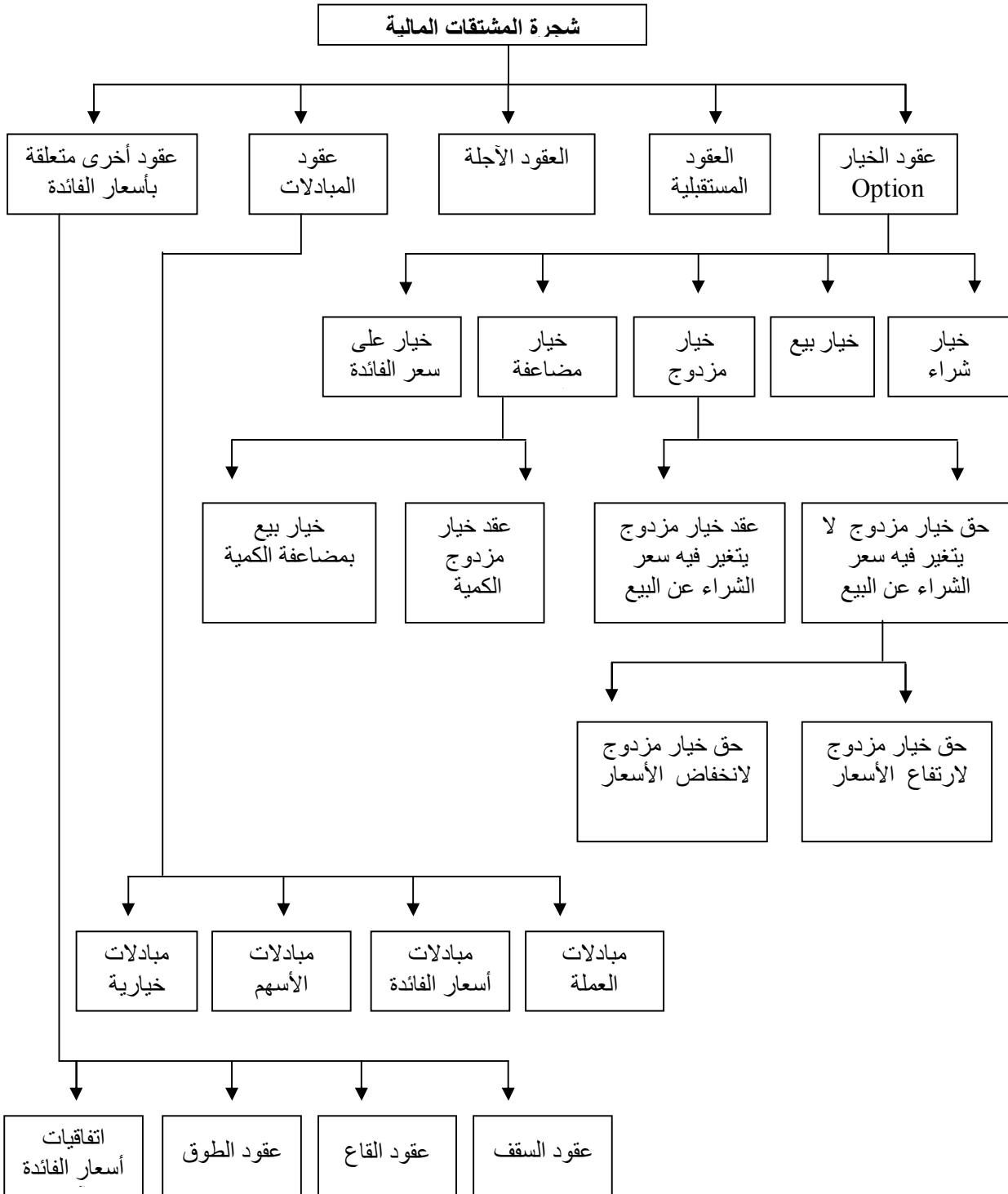
وقصد التوسع أكثر في أنواع المشتقات المالية يتم تقسيم هذا المبحث إلى ثلاثة مطالب هي:

- عقود الخيار؛

- العقود الآجلة والمستقبلية؛

- عقود المبادلة.

الشكل رقم (2-1): أنواع المشتقات المالية



المصدر: سمير عبد الحميد رضوان حسن، مرجع سبق ذكره، 2001، ص: 143.

المطلب الأول: عقود الخيار

نشأ هذا النوع من العقود في الولايات المتحدة الأمريكية، ورغم أن عقود الاختيار لم تكن وليدة هذا العصر، كما أنها ليست من نتاج ثورة المعلومات، ولا من الأدوات التي قدمتها مراكز البحوث والابتكار، فقد عرفها الفينيقيون والإغريق منذ القدم، ولكن الجديد إنه قد طرأ على بعض صيغها التطوير.

أولاً: تعريف عقد الخيار

هو عقد بين طرفين الحامل (المشتري) وال كاتب (المحرر)، ويعطي العقد الحق للمشتري في أن يبيع عددا من وحدات أصل حقيقي أو مالي إلى المحرر، ويلتزم الأخير ببيع أو شراء هذه الوحدات بسعر يتم الاتفاق عليه لحظة توقيع العقد يسمى سعر التنفيذ على أن يتم التنفيذ في تاريخ لاحق يسمى تاريخ التنفيذ.¹

وبالطبع، هناك بالمقابل على مشتري الاختيار بأن يدفع ثمنا لهذا الحق بسبب الميزات التي يتمتع فيها من جراء هذا الحق، ويسمى بالمكافأة أو العلاوة التي يستلمها البائع منه. وبالنسبة للبائع فهو ملزم بالتنفيذ في حال طلب منه ذلك مشتري الحق، على عكس مشتري الحق الذي لا يعتبر ملزماً بالتنفيذ إلا إذا رغب هو بذلك (أي إذا كان التنفيذ لصالحه). أما بالنسبة للفترة الزمنية فتكون ضمن اتفاق الطرفين بتاريخ أو فترة مستقبلية، لذا يدرج عقد الاختيار ضمن العقود المستقبلية.²

ويطلق على مشتري العقد بصاحب المركز الطويل، أما محرر العقد فيطلق عليه صاحب المركز القصير.³

ثانياً: أنواع عقود الخيار

ويمكن التمييز بين عدة أنواع من الخيارات وذلك وفق عدة معايير:

1 -Liang Chern, **Financial Mathematics**, Department of mathematics national Taiwan University, Taiwan, p: 02.

2 - زهرة يونس محمد سودة، **تنظيم عقود الاختيار في الأسواق المالية**، جامعة النجاح الوطنية، نابلس، فلسطين، 2006، ص: 84.

3 -Liang Chern, **Op.Cit**, p: 02.

1- التقسيم على أساس نوع الصفقة

تنقسم عقود الخيار حسب هذا المعيار إلى عدة أنواع يمكن ذكرها فيما يلي:

1-1- خيار الشراء

يعطي خيار الشراء مالكة الحق في شراء عدد من الأصول المالية في تاريخ معين بسعر معين.¹ وبما أن الخيار هو حق، فإن حصول المستثمر على هذا الحق ليس من دون مقابل، حيث يدفع إلى بائع ذلك الخيار مبلغاً من المال يطلق عليه سعر الخيار، أو العلاوة وهذا المبلغ ثابت ويتم تحديده في بداية التعاقد وفقاً لقوى العرض والطلب في سوق الخيارات،² ويأخذ مشتري خيار الشراء وضعا طويلاً الأجل في حين يأخذ محرر (بائع) خيار الشراء وضعا قصيراً الأجل.³

1-2- خيار البيع

يعطي خيار البيع مالكة الحق في بيع عدد من الأصول المالية بسعر معين يسمى سعر التنفيذ، وفي تاريخ معين يسمى تاريخ انتهاء الصلاحية أو تاريخ الاستحقاق.⁴ وكما هو الحال في خيار الشراء، فإن حصول المستثمر على خيار البيع ليس بدون مقابل، حيث يدفع إلى بائع ذلك الخيار مبلغاً من المال يطلق عليه سعر أو علاوة الخيار.

ومما يجدر الإشارة إليه أن خيار البيع تزيد قيمته كلما انخفض سعر السهم، لأنه يتيح لحامل الخيار بيع السهم بسعر التنفيذ، رغم انخفاض السعر السوقي للسهم (وهو الضرر المتوقع). أما إذا لم ينخفض سعر السهم، فإن كل ما سيخسره حامل الخيار هو سعر الخيار أو العلاوة التي دفعها في بداية التعاقد.⁵

1-3- عقد الخيار المزدوج

هو عقد يجمع خيار البيع وخيار الإشتراء ويمتصه يصبح لحامله الحق في أن يكون مشترياً للأوراق المالية محل التعاقد أو بائعاً لها، وذلك مرهوناً بمصلحة المشتري حيثما كانت، فإذا ارتفعت أسعار السوق خلال فترة

1 -John c. Hull, **Options, Futures, & other Derivatives**, prentice hall , toronti, 5th edition, 2003, p: 06.

2- أسعد حميد عبيد العلي، استراتيجيات الاستثمار في الخيارات المالية، مركز يزيد للنشر والتوزيع، الأردن، 2005، ص: 18.

3- زهير بشناق، العمليات المالية المصرفية الإلكترونية، اتحاد المصرف العربية، بيروت، لبنان، 2006، ص: 125.

4 -John c. Hull, **Op.Cit**, 2003, p: 06.

5- أسعد حميد عبيد العلي، مرجع سبق ذكره، 2005، ص: 19.

العقد كان شاريا وإذا انخفضت كان بائعا، ومع تعاضد المخاطرة التي يتعرض لها بائع الخيار، فلا غرو أن يتقاضى ضعف الثمن شراء خيار البيع أو خيار الشراء.¹

وينقسم هذا العقد إلى نوعين هما:

1-3-1- عقد خيار مزدوج لا يتغير في سعر البيع Straddle

هو مزية مزدوجة لخيار بيع وخيار شراء، يضمن أو يخول لحامله الحق أن يبيع لمن باع له حق الخيار، عددا معينا من الأسهم المسماة في العقد.² وتحمل كلتا الخيارات نفس سعر التنفيذ ونفس تاريخ الاستحقاق،³ ويرى أن هذه العقود يجري تصميمها للمضاربين الذين يضاربون على توجيهات السوق سواء بالصعود أو الهبوط، فشراء عقود اختيار البيع والشراء معا يتيح للمضاربين تحديد أو تحجيم الخسائر في أي حالة من الحالتين.⁴

وينقسم هذا العقد بدوره إلى نوعين:

1-3-1-1- عقد خيار مزدوج مرجح لارتفاع الأسعار Strap

يتم اختيار هذا النوع من العقود عندما يتوقع المستثمر أن حركة أسعار الأسهم تميل على الأرجح إلى الزيادة في المستقبل، في حين أن احتمال انخفاض الأسعار يكون منخفضا.⁵ وينطوي هذا العقد على شراء عقدين لخيار لخيار شراء، مقابل عقد لخيار البيع بنفس سعر وتاريخ التنفيذ.⁶

1-3-1-2- عقد خيار مزدوج مرجح لانخفاض الأسعار Strip

على عكس عقد الاختيار المزدوج المرجح لارتفاع الأسعار، فإن هذا النوع من العقود تتناسب مع الحالات التي يكون فيها توقع المستثمر هو انخفاض أسعار الأسهم في المستقبل.⁷ ويتمثل هذا العقد في شراء عقدين خيار خيار بيع مقابل خيار شراء بنفس سعر وتاريخ التنفيذ.⁸

1- حمير عبد الحميد رضوان حسن، مرجع سبق ذكره، 2001، ص: 168.

2- نفس المرجع أعلاه، ص: 169.

3- Thomas Mc Cafferty, **Option demystified**, McGraw-Hull, New York, 2006, p: 232.

4- حمير عبد الحميد رضوان حسن، مرجع سبق ذكره، 2001، ص: 169.

5- Frank k.Reilly and Keith C.Brown, **Investment Analysis and Portfolio Management**, Charlottesville, USA, 6th Edition, p: 997.

6- Szymon Borak and Wolfgang Karl Härdle and Brenda l'opez Cabrera , **Statistics of financial Markets** , springer , Berlin, Germany, 2010, p: 10.

7- Frank k.Reilly and keith C.Brown, **Op.cit**, p: 997.

8- Frank M. Werner and james A.F. Stoner, **Modern Financial Managing**, Freeload press, USA, 3rd Edition, 2007, p: 458.

1-3-2- عقد خيار مزدوج يتغير فيه سعر الشراء عن سعر البيع Strangle

يتطلب هذا النوع إبرام عقدين، أحدهما خيار شراء والآخر خيار بيع على نفس السهم، وبنفس تاريخ التنفيذ، أما سعر التنفيذ فيختلف، فسعر التنفيذ في خيار الشراء ينبغي أن يكون أعلى من سعر السهم الذي يتداول به السهم. كما ينبغي أن يكون سعر خيار البيع أقل من السعر الذي يتداول به السهم. بعبارة أخرى، ينبغي أن يكون العقدان غير قابلين للتنفيذ لحظة إبرام العقد وعلى نفس الاستراتيجية السابقة، فقد يدخل المضارب مشتريا لاستراتيجية أو أن يدخل محمرا لها.¹

وينقسم هذا العقد كذلك إلى نوعين هما:

1-3-2-1- شراء عقد خيار مزدوج يتغير فيه سعر الشراء عن سعر البيع

إذا ما دخل المضارب مشتريا للعقدين، فسوف يحقق الأرباح من خيار الشراء، إذا ما ارتفع سعر السهم إلى مستوى يزيد عن سعر التنفيذ مضافا إليه قيمة المكافأة، غير أنه سيخسر في المقابل مكافأة خيار البيع، ومن ناحية أخرى، إذا ما انخفض سعر السهم في السوق إلى مستوى يقل عن سعر التنفيذ مطروحا منه قيمة مكافأة خيار الشراء.²

1-3-2-2- بيع عقد خيار مزدوج يتغير فيه سعر الشراء عن سعر البيع

وكما أن هناك شراء لعقد خيار مزدوج يتغير فيه سعر الشراء عن سعر البيع هناك بيع أو تحرير لتلك الأنواع من العقود، حيث يقوم المضارب بتحرير عقدين أحدهما لخيار شراء والآخر لخيار بيع، وذلك على نفس النهج السابق وعلى عكس استراتيجية الشراء التي تتطلب تقلبات سعر كبيرة، تتطلب استراتيجية التحرير تقلبات سعر محدودة.³

1-4- عقد خيار بمضاعفة الكمية

يحول هذا العقد لحامله أن يضاعف الكمية التي اشتراها أو تلك التي باعها إذا رأى أن تنفيذ العقد في صالحه خلال مدة العقد. ولكن نظرا لتعاضد المخاطر التي يتعرض لها بائع هذا الحق فإنه يتقاضى ضعف ثمن الخيار الذي يتقاضاه مقابل حق الخيار سواء كان خيار شراء أو خيار بيع.⁴

1- منير إبراهيم هندي، إدارة المخاطر: عقود الخيارات، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، الطبعة الأولى، 2007، ص: 310.

2- نفس المرجع أعلاه، ص: 310.

3- نفس المرجع أعلاه، ص: 313.

4- سمير عبد الحميد رضوان حسن، مرجع سبق ذكره، 2001، ص: 181.

وينقسم عقد خيار بمضاعفة الكمية إلى نوعين هما:

1-4-1- حق شراء الكمية المتعاقد عليها أو ضعفها

ويخول هذا الحق لحائزه شراء ضعف الكمية المسماة في العقد إذا ما رغب في ذلك.

1-4-2- حق بيع الكمية المتعاقد عليها أو ضعفها

ويخول هذا الحق لحامله أن يبيع لمن باع له حق الخيار الكمية المتعاقد عليها أو ضعفها إذا ما رغب في ذلك.

1-5- خيارات أسعار الفائدة

1-5-1- تعريف خيارات أسعار الفائدة

يطلق على هذا النوع من الخيارات أحيانا خيارات المديونية، أو خيارات الأوراق المالية ذات الدخل الثابت، وتشبه خيارات أسعار الفائدة إلى حد بعيد خيارات الأسهم العادية ما عدا أن الموجود الأساسي هي إحدى أدوات المديونية.

وكغيرها من عقود الخيارات، قد تكون عقود شراء أو بيع، ففي عقد خيار الشراء على أسعار الفائدة تكون للعقد قيمة بالنسبة لمشتريه، وبالتالي يعتمد إلى تنفيذه، عندما تكون أسعار الفائدة في السوق، التي عادة ما تقاس بـ **Libor** *، أعلى من سعر الفائدة المتفق عليه، أي سعر التنفيذ. إذ حينئذ يحصل مشتري العقد على سعر التنفيذ السائد في السوق، مقابل أن يدفع سعر التنفيذ. وهو ما يناسب التغطية التوقعية ضد مخاطر ارتفاع أسعار الفائدة، فالقيمة الموجبة للعقد تمثل تعويضا للمنشأة المقترضة عن ارتفاع أسعار الفائدة عندما يجين وقت الاقتراض.

وعلى عكس من ذلك يكون لعقد خيار البيع على أسعار الفائدة، قيمة لمشتريه، عندما تكون أسعار الفائدة في السوق أقل من سعر الفائدة المنصوص عليه في العقد. هنا يحصل مشتري العقد على سعر الفائدة المنصوص عليه أي سعر التنفيذ، في مقابل أن يدفع سعر الفائدة السائد في السوق. وعليه، تصبح تلك العقود أداة جيدة للتغطية التوقعية، في حالة الإقراض تمثل القيمة الموجبة للعقد، تعويضا على انخفاض أسعار الفائدة في السوق عندما يجين وقت الإقراض.¹

* يقصد بالليور معدلات الإقراض بين البنوك الدولية في لندن، (Libor) London Interbank Offered Rate).

1 - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، 2007، ص ص: 327-328.

1-5-2- تقسيمات خيارات أسعار الفائدة

وتنقسم عقود خيارات أسعار الفائدة كما يلي:

1-2-5-1- حق اختيار السقف Cap option

هي أداة تسمح للمشروعات التي تستخدم مؤقتاً رؤوس أموال معوض عليها بمعدل فائدة متغير، بأن تحتمي في مواجهة ارتفاع المعدل المذكور، مع احتفاظها بإمكانية الاستفادة من انخفاض محتمل لهذا المعدل، واختيار السقف هي أيضاً صالحة بخصوص المعدلات الثابتة خلال الفترة التي تسبق التوظيف.¹ وتعتبر هذه الاستراتيجية شكلاً من أشكال إدارة مخاطر سعر الفائدة، فهي تضمن لمشتري الحق التغطية ضد مخاطر ارتفاع سعر الفائدة في حال حدوثها،² حيث يتلقى البائع علاوة ويدفع للمشتري فارق للفائدة بين المعدل المرجع والمعدل المضمون ل Cap.³

1-2-5-2- حق اختيار العتبة Floor option

هو خيار يسمح لمشتريه بأن يحتزز في مواجهة انخفاض المعدلات النقدية دون مستوى العتبة مقابل دفعه لعلاوة، فعند كل تحديد للمعدل المتغير المرجح يقارن هذا المستوى الملاحظ مع معدل عتبة مضمون، فإذا كان المعدل الملاحظ أدنى من المعدل المضمون يسدد البائع فارق الفائدة إلى مشتري هذا الخيار. هذه الأداة تسمح إذن للمشتري بالاستفادة من ارتفاع في المعدلات النقدية، مع احترازه في مواجهة انخفاض هذه المعدلات دون مستوى العتبة.⁴

ويتفق العقدان السابقان على البنود الموالية:⁵

- مؤشر الأسعار

تتم المتاجرة بهذه الحقوق على أساس أسعار الفائدة في الأسواق المالية ويمكن ربطها بأسعار أذونات الخزينة.

1- وسام ملاك، مرجع سبق ذكره، 2003، ص: 326.

2 -Moorad Choudhry, **Fixed income securities and derivatives Handbook**, Bloomberg press, USA, 2005, p: 170.

3- وسام ملاك، مرجع سبق ذكره، 2003، ص: 327.

4- نفس المرجع أعلاه، ص: 329.

5- زاهرة يونس محمد سودة، مرجع سبق ذكره، 2006، ص: 99.

- الاستحقاق

تم المتاجرة فيها عادة من ثلاثة شهور حتى اثنا عشر (12) سنة، ويتم تكرار العقد كل ثلاثة شهور، إذ يتجدد العقد في السنة أربع مرات، وقد يكون سعر الفائدة ثابتا أو متغيرا لكل عقد، حسب الاتفاق، وتحتسب قيمة العقد من الفرق في الفائدة بين سعر التنفيذ وسعر السوق.

1-5-2-3- حق اختيار الطوق Collar option

تعتبر هذه الاستراتيجية مزيجا بين الاستراتيجيتين السابقتين، حيث يقوم صاحب هذه الاستراتيجية بشراء حق اختيار السقف الملائم في السوق أولا ثم يبيع حق اختيار العتبة (الأرضية) التي تولد القيمة لدفع ثمن خيار السقف.¹ وكما يبدو، فإن العقد يتيح لمشتريه معدل فائدة متغير يتراوح بين الحد الأقصى والحد الأدنى للعقدين الفرديين اللذين يتكون منهما، هذا ويمكن أن يبرم العقدان معا لدى ذات التاجر، كما يمكن أن يبرم لدى تاجرين مختلفين. وبناء على هذا لو ارتفعت أسعار الفائدة في السوق عن سعر التنفيذ في عقد خيار الشراء للحد الأقصى لسعر الفائدة، فسوف تنفذ المنشأة العقد، أي أن تدفع سعر فائدة يعادل سعر التنفيذ وذلك في الوقت الذي لن ينفذ فيه عقد الحد الأدنى، طالما أن سعر التنفيذ فيه أقل من مثيله لعقد الحد الأقصى، ومن ثم يكون أقل من سعر الفائدة السائد في السوق. أما لو انخفض سعر الفائدة في السوق عن سعر التنفيذ في عقد الحد الأدنى، فلن ينفذ عقد الحد الأقصى، بينما ينفذ عقد الحد الأدنى. وطالما أن المنشأة قد أخذت مركز الطرف المحرر على العقد الأخير، فسوف تدفع سعر التنفيذ في عقد خيار الحد الأدنى. أما إذا كان سعر الفائدة السائد في السوق أعلى من سعر التنفيذ في عقد الحد الأدنى وأقل من سعر التنفيذ في عقد الحد الأقصى، فلن ينفذ أي من العقدين بعبارة أخرى لن تدفع المنشأة سوى سعر فائدة يقع بين الحد الأقصى والحد الأدنى لسعر الفائدة.²

2- التقسيم على أساس البلد المصدر

يمكن تقسيم الخيارات أيضا حسب البلد المصدر إلى خيارات أمريكية وأوروبية وأسيوية وهذا التقسيم لا يشير إلى الموقع الذي يتداول فيه العقد، ولكن الاختلاف هنا على أساس فترة تنفيذ الخيار.³

1 - Robert W.Kolb and James A.Overdahl, **Financial Derivatives**, John Wiley, Canada 3rd Edition, 2003, pp: 133-134.

2 - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، 2007. ص ص: 459 - 460.

3 - Simon Grav and Joanna place, **Financial derivatives**, handbooks in central banking, n°17 England, march 1999, pp: 30-31.

2-1- الخيار الأمريكي

عقد يعطي لصاحبه (مشتري الخيار) الحق في شراء أو بيع أصل مالي (أسهم، سندات، عملات) من طرف آخر (محرر أو بائع الخيار) بسعر متفق عليه مقدما على أن يتم التنفيذ في أي وقت خلال الفترة التي تمتد منذ إبرام الاتفاق حتى التاريخ المحدد لانتهائه، وهذا التاريخ يمثل تاريخ انتهاء فترة صلاحية الخيار الأمريكي.¹ ومع هذا لا يتوقع أن يقوم مشتري عقد الخيار الأمريكي بتنفيذه قبل التاريخ المحدد، ذلك أنه يمكنه بيعه في السوق لطرف آخر، بمبلغ يفوق ما يمكن أن يحصل عليه لو أنه قام بتنفيذه.²

2-2- الخيار الأوربي

يمثل الخيار الأوربي اتفاقا يعطي لطرف ما الحق في بيع أو شراء عدد من الأسهم أو السندات وربما العملات من طرف آخر، بسعر متفق عليه مقدما، على أن التنفيذ لا يتم سوى في التاريخ المحدد لانتهائه.³

2-3- الخيار الآسيوي

تعتمد عقود الاختيارات الآسيوية على متوسط الأسعار للأصل المحدد في العقد أو متوسط أسعار التنفيذ، وقد أطلق عليها الاختيارية الآسيوية نظرا لأنها ظهرت وتداولت لأول مرة في طوكيو باليابان. ويعد عقد الاختيار متوسط السعر أهم أنواع عقود الاختيارات الآسيوية وتعتمد قيمته على متوسط أسعار الأصل منذ إبرام التعاقد وحتى تاريخ التنفيذ وليس سعره عند تاريخ التنفيذ.

3- التقسيم على أساس الغطاء

عقود الخيار التي تم تناولها سابقا ليست جميعها من العقود المغطاة، ولهذا جرى تقسيم عقود الاختيار أيضا بين عقود خيار مغطاة وعقود خيار غير مغطاة.

3-1- عقود الخيار المغطاة

تعتبر هذه العقود من أكثر استراتيجيات الخيار شعبية، خاصة لدى المستثمرين المبتدئين.⁴ ويوصف الخيار بأنه مغطى عندما يكون لدى البائع رصيда من الأصل محل التعاقد يكفي للوفاء بالتزامه إذا ما طُلب بتنفيذ العقد وتسليم الأصل محل التعاقد إن كان العقد شراء أولديه السيولة النقدية الكافية للوفاء بالتزامه إذا ما طُلب

1 - عادل رزق، مرجع سبق ذكره، 2006، ص: 88.

2 - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، 2007، ص: 40-41.

3 - منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، 2003، ص: 69.

4 - Robert W. Ward, Options and Options Trading, MC Graw-Hill, USA, 2004, p: 300.

بتنفيذ العقد، وكان العقد خيار بيع، وكون العقد المعطى لا يعني أن ذلك سببا لدرء المخاطر التي قد تطرأ إذا ما صعدت الأسعار واضطر مدير المحفظة إلى تصفية محفظته بسعر يقل عن أسعار السوق، ولكنها يقينا أدنى مخاطرة من عقود الخيار غير المغطاة والتي لا يختلف اثنان من الكتاب على أنها من جنس الرهان، ويغلب عليها طابع المقامرة.¹

3-2- عقود الخيار غير المغطاة

تنطوي هذه الاستراتيجية على درجة كبيرة من المخاطرة، مما جعل المستثمرين المبتدئين يعزفون عنها، كما يمكن أن يحقق صاحب هذه الاستراتيجية أرباحا غير محدودة.² وهي عقود لا يمتلك فيها محرر العقد (البائع) للأصول موضوع العقد، ولذلك إذا اختار مشتري العقد التنفيذ فإن البائع سيضطر إلى شراء الأصل من السوق ثم تسليمه للمشتري.³

وتعد كتابة العقود غير المغطاة استراتيجية للمضاربة غير المحدودة ولا تخرج عن كونها مراهنه على محض اتجاهات الأسعار، ولا يختلف عن ذلك اثنان من أكثر المتحمسين للمشتقات.⁴

ثالثا: خصائص عقود الخيار

تتميز عقود الخيار بعدة خصائص يمكن ذكرها فيما يلي:⁵

- عقد الخيار غير ملزم لصاحبه وإنما يعطيه الحق في أن يختار بين تنفيذ الصفقة أو عدم تنفيذها. ونظير هذا الحق، فإن الذي يشتري أو يبيع عقد الخيار يدفع نظير ممارسته لهذا الحق خلال مدة العقد ويسمى هذا الثمن بالعلو أو المكافأة أي ثمن الخيار.

- ثمن الخيار يدفع للجهة التي حررت عقد الخيار والتزمت بتنفيذه عندما يرغب صاحب الحق في ممارسة هذا الحق، وبذلك يعتبر هذا الثمن مقابل المخاطرة التي يتحملها الطرف الآخر، عندما يمارس الطرف الأول هذا الحق، مهما كانت الظروف السائدة في السوق، والتي يمكن أن تؤثر على سعر الأصل محل العقد.

- ثمن الخيار قابل للزيادة أو الانخفاض والذي يتوقف على مدة العقد، نوع الأصل محل العقد، ظروف السوق المالية.

1- سمير عبد الحميد رضوان حسن، مرجع سبق ذكره، 2001، ص: 191.

2-Lawrence G. McMillan, **Profit with options**, John Wiley, New York, 2002, p: 90.

3- طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، 2001، ص: 45.

4- سمير عبد الحميد رضوان حسن، مرجع سبق ذكره، 2001، ص: 191.

5- عبد الغفار حنفي، مرجع سبق ذكره، 2007، ص: 441.

- عند ممارسة الحق يتم دفع العقد بالكامل بصرف النظر عن ثمن الخيار.
- في حالة عدم ممارسة الحق، فإن صاحب الحق يخسر ثمن الخيار فقط.
- عقود الخيار محددة بفترة زمنية محددة، عادة ثلاثة أشهر وفي حالة ثبات سعر الأصل، فإن قيمة الخيار تتناقص بمرور الزمن وتصبح صفراً في نهاية مدة العقد.
- عقد الخيار قابل للتداول فيحق لصاحب عقد الخيار بيعه للغير بثمن يتوقف على العرض والطلب لعقود الخيار في الأسواق المالية للأصل محل العقد ويتوقف ثمن عقد الخيار على قيمة الأصل فتزداد القيمة بارتفاع قيمة الأصل وتنخفض القيمة بانخفاض قيمة الأصل في حالة الشراء والعكس في حالة البيع.
- تمتاز عقود الخيار بأنها معروفة الخسارة مسبقاً، فأقصى ما يخسره صاحب العقد هو الثمن الذي دفعه لممارسة حق الخيار بالكامل فقط إذا لم ينفذ العقد.
- تمكن عقود الخيار صاحبها إمكانية الدخول في صفقات ضخمة في المستقبل ولا يدفع من قيمتها إلا قيمة حق الخيار لتنفيذ تلك الصفقات في المستقبل.

المطلب الثاني: العقود الآجلة والمستقبلية

تعد العقود الآجلة هي الصورة الأولى للعقود المستقبلية، حيث ظهرت تلك العقود لتسهيل حصول الإمبراطورية الرومانية على احتياجاتها من الحبوب من مصر، ثم تطورت تلك الأسواق لتشمل السلع الزراعية ومن ثم البترول والنحاس وغيرها.

والسبب الرئيسي لظهور هذه العقود هو تخفيض أو تجنب المخاطرة من تغير السعر، وللتغلب على عدم التأكد من المستقبل سواء بالنسبة للسعر أو كمية الحصول المطلوبة بغرض التحوط أو التحصن. ويرى البعض أن سوق العقود المستقبلية ما كان لها أن ترى النور أو تتطور على هذا النحو الكبير لو أن هذا العالم كان أكثر استقراراً من الوجهة المالية والاستثمارية مما هو عليه اليوم.¹

أولاً: العقود الآجلة

على الرغم من أن العقود الآجلة قد ظهرت منذ زمن طويل، وهناك دلائل تاريخية على ظهورها وخاصة فيما يتعلق بالعمليات الآجلة على السلع والحبوب والأرز. وقد ظل هذا التعامل في العقود الآجلة قاصراً على البضائع، حتى عام 1971، حين قامت الدول الكبرى بتعويم عملاتها وهكذا ظهرت بورصة تداول العملات الأجنبية، التي سميت بسوق ما بين البنوك، وكانت العملات الأجنبية أساس إيجاد سوق المعاملات المالية الآجلة، كما ظهرت بعدها قيم مالية جديدة إلى جانب العملات الأجنبية. كمحلل للمعاملات الآجلة حتى وإن كانت المعاملات الآجلة في البضائع قد تطورت هي الأخرى في السنوات التالية.

1- تعريف العقود الآجلة

العقد الآجل هو اتفاقية ثنائية بين مشتري وبائع الأصل محل التعاقد، وسعر التسوية، وتاريخ التسوية، من المسائل التي يتم التفاوض بشأنها وتكون محل اتفاق بين المتعاقدين. وفي تاريخ التسوية، يقوم البائع بتسليم الأصل محل التعاقد والمشتري بتسليم الثمن المتفق عليه مسبقاً.¹ فهي بذلك عقود ذات طرفين يحتمل حصول أي منهما على مكاسب أو خسائر نتيجة التغيرات في المركز المرتبط بالعقود،² وباختصار هي اتفاق على شراء أو بيع أصل في وقت مستقبلي معين مقابل سعر معين وتعتبر العقود الآجلة مشتقة بسيطة.³

2- خصائص العقود الآجلة

تتميز العقود الآجلة بالخصائص الموالية:

- المرونة وهذا يعني أن كلا من البائع والمشتري يتفاوضان على شروط العقد لذلك فهما يمتلكان حرية التصرف وابتداع أي شروط يرونها لأي سلعة.⁴
- تلك العقود عقود خطية بمعنى أن النتائج المترتبة على تنفيذ تلك العقود في ضوء التغير في قيمة الأصول المتعاقد عليها قد يؤدي إلى تحقيق كسب لطرف يعادل الخسارة التي تحققت للطرف الآخر تماماً.⁵
- أقل سيولة، حيث لا يتمكن أي طرف من الأطراف الخروج من العقد إلا بإيجاد آخر يحل محله ويقبله الطرف الآخر.

1 - سمير عبد الحميد رضوان حسن، مرجع سبق ذكره، 2001، ص: 208.

2 - بلعوز بن علي، "استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية"، مجلة الباحث، عدد 07، 2010/2009، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر، ص: 339.

3- طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، 2001، ص: 12.

4- بلعوز بن علي، مرجع سبق ذكره، 2010/2009، ص: 339.

5- عادل رزق، مرجع سبق ذكره، 2006، ص: 100.

- تلك العقود عقود شخصية يتفاوض الطرفان على شروطها بما يتفق وظروف كل منهما ومن ثم فهي لا تتداول في البورصة.¹
- يتعرض أطراف العقد الآجل لمخاطر ائتمان والتي تنتج عن عدم قدرة أحد طرفي العقد على الوفاء بالتزاماته.²
- تتحقق قيمة العقد الآجل فقط في تاريخ انتهاء صلاحية العقد ولا توجد مدفوعات عند بداية العقد وكذلك لا توجد أي نقود يتم تحويلها من طرف إلى آخر قبل تاريخ انتهاء صلاحية العقد.³

ثانياً: العقود المستقبلية

تطورت أسواق العقود المستقبلية بعد انهيار نظام بريتون وودز عام 1973، حيث بدأ نظام تعويم أسعار العملات وأصبحت تتحرك العملات هبوطاً وصعوداً بحرية كاملة حسب العرض والطلب، ولقد عانت المؤسسات العالمية والتي تتعامل بحجم كبير من العمليات المالية بسبب تقلبات أسعار العملات وأسعار الفائدة بنسب عالية مما جعلها تتعرض لمخاطر كبيرة نتيجة لتحركات الأسعار.

تعتبر بورصة شيكاغو الرائدة في تطوير العقود المستقبلية وذلك في عام 1973 من قبل السوق النقدية العالمية، وهو فرع من بورصة شيكاغو، كذلك بدأ التعامل في عقود أسعار الفائدة المستقبلية عام 1975، ثم بعدها زاد توسع التعامل بالعقود المستقبلية في الثمانينيات والتسعينيات، حيث تم إنشاء أسواق مالية في أوروبا والشرق الأقصى تتعامل بهذه الأدوات، وأهم هذه الأسواق هي بورصة لندن العالمية للعقود والخيارات المستقبلية والتي بدأ التعامل بها عام 1982.

1- تعريف العقود المستقبلية

العقود المستقبلية هي اتفاقيات تعاقدية إما لشراء أو بيع عملة أو سلعة أو أداة مالية بسعر وتاريخ محدد في المستقبل.⁴ ولكن على خلاف العقود الآجلة، يتم تداول العقود المستقبلية في البورصات، ومن أجل جعل

1- عادل رزق، مرجع سبق ذكره، 2006، ص: 100.

2- طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، 2001، ص: 114.

3- زهرة بونس محمد سودة، مرجع سبق ذكره، 2006، ص: 116.

4- تقرير مراقبي الحسابات المستقبلية، بنك قطر الوطني، 2006/12/31، ص: 11.

التداول ممكنا تحدد البورصة سمات معيارية معينة للعقد، ونظرا لأن طرفي العقد قد لا يعرفان بعضهما البعض بالضرورة، فإن البورصة توفر آلية تعطي كلا من الطرفين ضمانا بأن العقد سوف يحترم.¹

يقوم مشتري وبائع العقد المستقبلي بالاتفاق على سعر العقد المعني من خلال مزاد تنافسي يتم في البورصة، ويكون سعر المزداد أكثر شفافية، بحيث يستطيع كل المشتري رؤية كل البائعين على كل سعر، إن الهامش بين أفضل سعر للشراء وأفضل سعر للبيع عادة ما يكون ضيقا لمعظم المستقبلات المالية، يستثنى من ذلك مستقبلات العملة. وتتغير الأسعار عادة وفقا لعوامل العرض والطلب، ويستطيع أي شخص التعامل بالمستقبلات وذلك من خلال أحد السماسرة (تجار المستقبلات بالعمولة) والذي يكون في العادة أحد أعضاء بورصة المستقبلات. ومع ذلك، فإن معظم التعامل بالمستقبلات المالية يتم بواسطة البنوك أو المؤسسات المالية المتخصصة.²

2- أنواع العقود المستقبلية

تنقسم العقود المستقبلية إلى عدة أنواع من العقود وفقا لنوع الأصل أو السلعة محل التعاقد، فهناك العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم، والعقود المستقبلية على الصرف الأجنبي، والعقود المستقبلية على سعر الفائدة، والعقود المستقبلية على السلع. وفيما يلي عرض لكل من هذه الأنواع:

2-1- العقود المستقبلية على سعر الفائدة

هي العقود التي تتم بين مشتري العقد وبائع العقد، أغلب هذه العقود يتم إحلالها قبل تاريخ الاستحقاق بصفة عكسية عن التي يتم عنها الاتفاق في البداية، ولا يتم التسليم الفعلي للأصول المقترضة.³

2-2- العقود المستقبلية على مؤشرات الأسهم

هذه العقود عبارة عن تسليم المؤشر المفترض في تاريخ وسعر محددين مسبقا، وتكون قيمة النقود الملزم دفعها من طرف المشتري تساوي قيمة ثانية تحددها البورصة مضروبة في الفرق بين قيمة المؤشر على أساس سعر إقفال آخر يوم يتعامل في العقد وسعر شراء العقد.⁴

1- طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، 2001، ص: 13.

2- بلعوز بن علي، مرجع سبق ذكره، 2010/2009، ص: 339.

3- فيصل بلحسن وهدة عبو، مخاطر المشتقات المالية، جامعة حسيبة بن علي، الشلف، الجزائر، 2007، ص: 05.

4- نفس المرجع أعلاه، ص: 05.

2-3- العقود المستقبلية على الصرف

يعتبر سعر الصرف متغيرا هاما في التعاملات الأجنبية، حيث يتعرض كل من المصدر والمستورد لمخاطر التغير في سعر الصرف. هذه المخاطر يمكن تغطيتها من خلال الدخول في سوق العقود المستقبلية للصرف الأجنبي، ويعتبر سوق الصرف الدولية التابعة لبورصة شيكاغو من أكبر الأسواق للتعاملات المستقبلية على الصرف الأجنبي، وتتداول في السوق العقود النمطية والتي تمت تسويتها وفقا لأسعار السوق، بالإضافة إلى المعايير والقواعد التي تسمح للمتعاملين بالدخول في مراكز طويلة أو قصيرة.¹

2-4- العقود المستقبلية على السلع

القواعد التي تحكم العقود المستقبلية على السلع متشابهة مع القواعد التي تم عرضها سابقا، وذلك بالنسبة للسلع الممكن تخزينها فقط. إلا أن هناك اختلافا واحدا وهو أن تكلفة الاحتفاظ بالسلعة عادة ما يكون أكبر من تكلفة الاحتفاظ بالأصل المالي. فبالإضافة إلى تكاليف الفائدة مثل الأصول المالية، فهناك تكاليف التخزين والتأمين ونسبة الفاقد وغيرها.²

1- خصائص العقود المستقبلية

تتميز العقود المستقبلية بعدة خصائص يمكن ذكرها فيما يلي:

- نمطية شروط التعاقد، فلا تتباين العقود من عقد لآخر ولا تخضع لرغبة المتعاقدين كما هو الحال في العقود الآجلة من حيث حجم العقد ومدته وصفاته أو جودته.³

- لضمان تنفيذ الالتزامات المتبادلة بين طرفي العقد المستقبلي (المشتري والبائع)، يلزم كل منهما عادة بأن يسلم الوسيط في تاريخ نشوء العقد هامشا معيناً يسمى MARGIN تتراوح قيمته عادة بين 5 و 15% من القيمة الإجمالية للعقد، ولا يتم استرداده إلا عند تسوية أو تصفية العقد. ويقوم الوسيط عادة بإجراء تسوية يومية بين طرفي العقد تعكس التغيرات السعرية التي تحدث على سعر العقد، ومن ثم أثر ذلك على رصيد كل منها في سجلاته، ومما هو جدير بالذكر أنه لا سبيل للتعامل في سوق العقود المستقبلية إلا من خلال بيوت السمسة.⁴

1- محمد الخناوي ومال فريد مصطفى والسيدة عبد الفتاح إسماعيل والسيد الصيفي، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2007، ص: 267-268.

2- نفس المرجع أعلاه، ص: 274.

3- سمير عبد الحميد رضوان حسن، مرجع سبق ذكره، 2001، ص: 217.

4- فيصل بلحسن وهدة عبو، مرجع سبق ذكره، 2007، ص: 05.

- تنطوي على مخاطر ائتمان قليلة مقارنة بالعقود الآجلة، وهي كذلك أكثر سيولة من العقود الآجلة، فأى طرف إذا رغب في تصفية موقعه في أي يوم يستطيع أن يدخل في مركز عكس مركزه الأصلي، فإذا كان قد دخل كمشتري في العقد يستطيع أن يصفى مركزه بالدخول كبائع في عقد مماثل والعكس صحيح.¹

- لا يقبل المتعاقدون عليها بغرض الحصول على الأصل محل التعاقد، بل إن هذا المقصد يكاد يتضاءل لدرجة العدم، حيث يجري استخدام هذه العقود لأغراض المضاربة أو نقل المخاطرة أو لمجرد المراهنة على محض اتجاهات الأسعار. أما من كان مقصده الحصول على الأصل محل التعاقد، فإما أن لا يلجأ إلى السوق الحاضرة إن كانت حاجته إلى هذا الأصل عاجلة أو إلى السوق غير الرسمية لإنشاء عقد آجل إن كان راغبا في الحصول على هذا الأصل في وقت لاحق، حيث يتوفر في هذه السوق عنصرا الإلزام والالتزام، إلزام البائع بتسليم العقود عليه للمشتري والتزام المشتري بسداد الثمن المقابل للأصل محل التعاقد.²

المطلب الثالث: عقود المبادلة

يعود منشأ عقود المبادلات إلى 1970، عندما طور تجار العملة مبادلات العملة كوسيلة لتجنب الرقابة البريطانية على تحركات العملات الأجنبية. فيعد عقد المبادلة من أهم عقود المشتقات المالية، إذ هو القاسم المشترك في كل أنواع المشتقات المالية نظرا لوجود مبادلات لأسعار الفائدة والصرف والسلع والأسهم، إلى جانب عقود خيار المبادلة، كما أن له أهمية كبرى في التحوط من تقلبات أسعار الصرف للعملات الأجنبية.

أولاً: تعريف عقود المبادلة

هي اتفاق بين طرفين على تبادل قدر معين من الأصول المالية أو العينية في الحاضر، على أن يتم التبادل العكسي للأصل في تاريخ لاحق محدد مسبقا. وأهم هذه العقود عقود معدلات العائد والعملات.³ أو بطريقة تتضمن عقود المبادلة اتفاقا بين طرفين يتنازل بمقتضاه كل منهما للآخر عن مركزه القانوني لمدة محددة يعود بانتهائها الحال لما كان عليه قبل التعاقد، وبمنح هذا العقد للمتعاملين في أسواق رأس المال الفرصة للحصول على تمويل بتكلفة منخفضة وفقا لظروفهم التي قد لا تلائم الأسواق الدولية.⁴

1- طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، 2001، ص: 114

2- سمير عبد الحميد رضوان حسن، مرجع سبق ذكره، 2001، ص: 217.

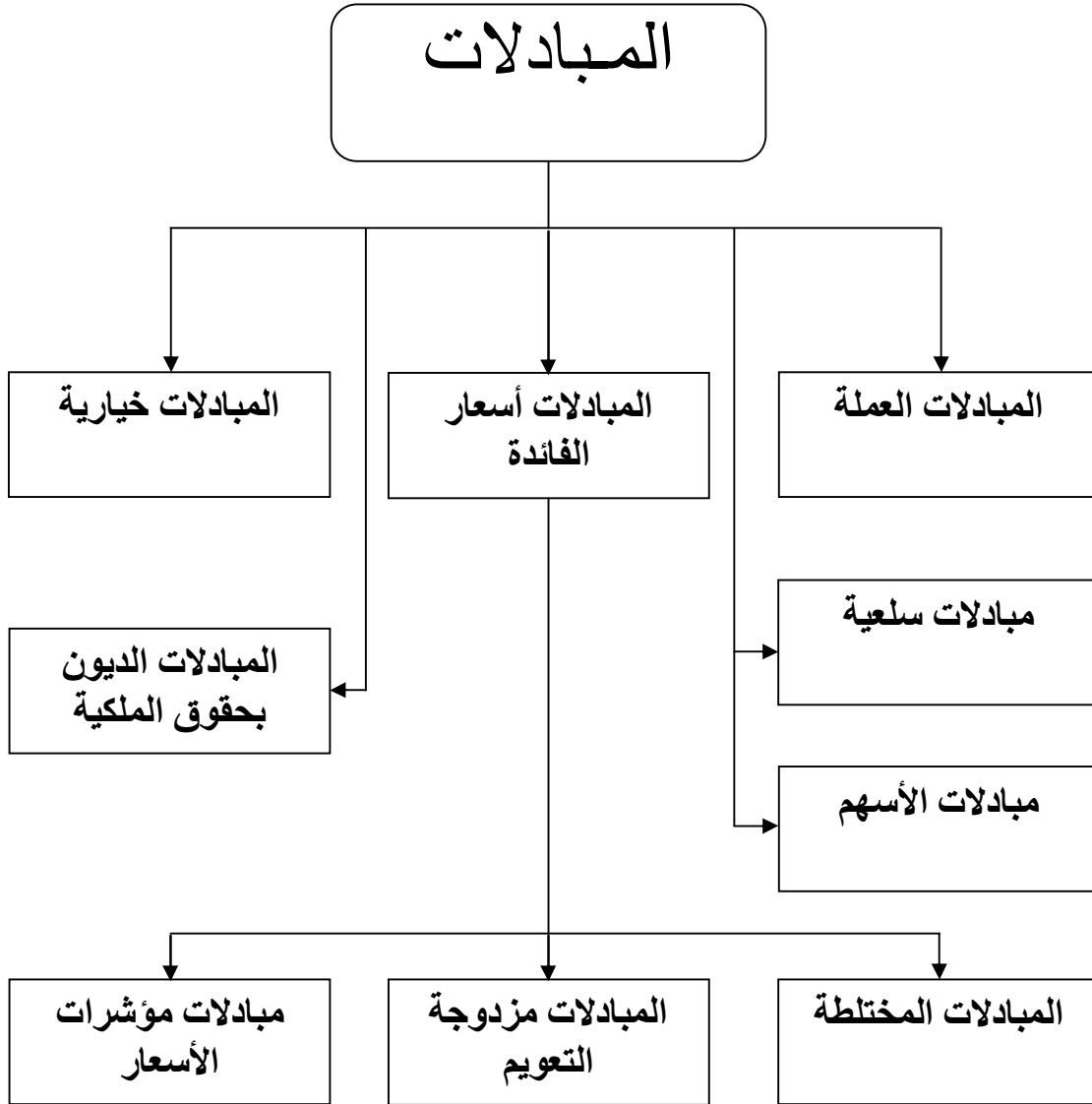
3- بلعزوز بن علي، مرجع سبق ذكره، 2010/2009، ص: 339.

4- أمال كامل عبد الله، النظام القانوني لعقود مبادلة الأصول المالية المنقولة، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2004، ص: 12-13.

ثانياً: أنواع عقود المبادلة

تتنوع عقود المبادلة تبعاً لأنواع الأصول المالية محل التبادل:

الشكل رقم (2-2): أنواع عقود المبادلة



المصدر: سمير عبد الحميد رضوان حسين، مرجع سبق ذكره، 2001، ص: 235.

من خلال الشكل السابق يمكن تقسيم عقود المبادلة إلى الأنواع الموالية:

1- مبادلات العملة

قد يحدث أن تقتض إحدى المنشآت بعملة ما مع أنها قد تكون في حاجة إلى عملة غيرها، هنا تستعمل عقود مبادلة العملة ويمكن تعريفها على أنها اتفاق قانوني يتألف من عنصرين على الأقل من العناصر أدناه:¹

- الترتيب لشراء أو بيع مقدار محدد من إحدى العملات مقابل عملة أخرى بسعر متفق عليه والذي عادة ما يكون سعر الصرف الحاضر، وفي تاريخ متفق عليه أيضا.

- ترتيب متزامن لإعادة تبادل مقدار العملة نفسه، عادة بسعر الصرف نفسه، في تاريخ متفق عليه في الأجل المتوسط إلى الأجل الطويل.

- تسوية سداد تكاليف الفائدة بين الطرفين طوال فترة عملية المبادلة، حيث يتم السداد إما على فترات منتظمة أو بعملية سداد واحدة في تاريخ الاستحقاق.

2- مبادلات أسعار الفائدة

على الرغم من أن مبادلة العملات هي أول أنواع المبادلات ظهورا، فإن مبادلات أسعار الفائدة قد تفوقت عليها سواء من حيث حجم التعامل عليها أو من حيث إنشاء عقودها.²

فيعرف عقد مبادلات أسعار الفائدة على أنه اتفاق بين طرفين لمبادلة مدفوعات الفوائد على فترات منتظمة، حيث يعتمد مقدار هذه المدفوعات على قيمة العقد المتفق عليه. المدفوعات التي يدفعها كل طرف دوريا عبارة عن معدل الفائدة المتفق عليه مضروبا في قيمة العقد، والمبالغ التي تتبادل بين الطرفين في معظم عقود المبادلات هي صافي مدفوعات الفائدة وليست قيمة العقد، والطرف الذي يوافق على أن يدفع للطرف الآخر مدفوعات فائدة ثابتة في تواريخ محددة على مدار فترة العقد، يسمى الطرف الأول دافع معدل الفائدة الثابت والطرف الآخر يسمى دافع معدل الفائدة المتغير وهو الذي يوافق على أن يدفع للطرف الأول مدفوعات فائدة متغيرة وفقا لمعدل مرجعي.³

وهناك عدة أنواع من مبادلات أسعار الفائدة منها:

1- برايان كويل، مبادلة العملات، دار الفاروق، القاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 2005، ص: 11.

2- سمير عبد الحميد رضوان حسن، مرجع سبق ذكره، 2001، ص: 247.

3- محمد الحناوي وآخرون، مرجع سبق ذكره، 2007، ص: 281 - 282.

1-2- المبادلات المختلطة

هي مزيج أو خليط من مبادلات أسعار الفائدة ومبادلات العملة، ومن خلال هذا النوع من المبادلات، فإن أحد الأطراف يقوم بدفع الفائدة بسعر فائدة لعملة ما بينما المقدار الذي تحتسب على أساسه الفائدة يتعلق بعملة أخرى.¹

2-2- المبادلات مزدوجة التعويم

هي مبادلة يقوم من خلالها طرفا العقد بأداء دفعات بأسعار معومة، وإن كان كل سعر يختلف على الآخر، بمعنى أن مبادلة سعر معوم بسعر معوم آخر، ويستخدم هذا النوع من المبادلات حينما يكون أحد الأطراف مشتركا في عملية أخرى والتي يتم من خلالها استلام أو أداء دفعات على أساس سعر فائدة معوم كأحد صور التغطية.²

3-2- مبادلات مؤشرات الأسعار

ويطلق هذا المسمى على أية مبادلة إذا ما كانت مدفوعات أحد طرفي التعاقد وفقا لإحدى مؤشرات الأسعار، كما يطلق ذات المسمى على أية مبادلة إذا ما كانت مدفوعات أحد الطرفين ترتبط بمؤشر معين بينما ترتبط مدفوعات الطرف الآخر بمؤشر آخر.³

3- مبادلات سلعية

عبارة عن مبادلة يقوم بموجبها أحد الطرفين بالشراء الآني من الطرف الآخر لكمية معينة من السلعة محل التعاقد بالسعر السائد ويتم سداد الثمن فورا، ويبيعها له في نفس الوقت بيعا آجلا بسعر متفق عليه مسبقا بحيث يتم السداد على فترات متفق عليها أيضا.⁴

4- مبادلات الأسهم

هي الاتفاق على المبادلة في تاريخ لاحق لمعدل عائد على سهم معين أو مجموعة من الأسهم بمعدل العائد على سهم أو أصل مالي آخر. ومن أمثلة ذلك الاتفاق على أن يدفع المستثمر لطرف آخر في تاريخ لاحق سعر الليبور، لعملة معينة على مبلغ معين متفق عليه مقابل حصوله على معدل العائد على أسهم بنفس القيمة في

1- سمير عبد الحميد رضوان حسن، مرجع سبق ذكره، 2001، ص: 255.

2- نفس المرجع أعلاه، ص: 256.

3- نفس المرجع أعلاه، ص: 256.

4- فيصل بلحسن وهدة عبو، مرجع سبق ذكره، 2007، ص: 08.

بورصة ما، مقاسا على أساس معدل الزيادة في الرقم القياسي للمؤشر الخاص بأسعار الأسهم في تلك البورصة.¹

5- مبادلات خيارية

وهي عبارة عن عقود تعطي حاملها الحق بأن ينفذ هذا الخيار إذا ما رغب بذلك أي بأن يجري هذا الحامل المبادلة مع الغير دافعا للعلاوة المطلوبة.²

ويجري استخدام هذه العقود من قبل المؤسسات التي تشعر بالقلق من أية تغيرات مستقبلية في سعر الفائدة في غير صالحها وكذا من قبل مديري مخاطر أسعار الفائدة، ذلك أن المنشآت التي تقتض بسعر معوم عرضة دائما لارتفاع أسعار الفائدة، وقد تلجأ إلى شراء عقد الحد الأقصى للفائدة أو ما يسمى بالسقف لتقليل حجم المخاطر إلى أقل حد ممكن وعند تحديد ثمن الخيار يؤخذ في الاعتبار طول مدة الخيار وسعر التعاقد وكذلك مدى تقلب أسعار الفائدة محل التعاقد.³

ثالثا: خصائص عقود المبادلة

تتميز عقود المبادلة بالخصائص الموالية:

- عقد المبادلة ملزم لطرفي العقد على عكس ما هو معروف في عقود الخيارات.⁴
- تتضمن عقود المبادلات مخاطر ائتمان أو مخاطر عدم سداد، وإن كانت هذه المخاطر ليست كبيرة، لأن المخاطر في حالة صعوبة السداد تتمثل في الفرق بين معدل الفائدة المتغير ومعدل الفائدة الثابت وليست قيمة العقد كله، وذلك في مبادلة سعر الفائدة. أما في مبادلة العملات، فإن التبادل يتم لكل من الفائدة وقيمة العقد، ورغم ذلك مخاطر أقل، لأن هناك تبادل بين الطرفين وليس الدفع من طرف واحد.⁵
- تستخدم عقود المبادلات إلى جانب تغطية مخاطر أسعار الصرف وأسعار الفائدة في إعادة جدولة خدمة الدين سواء كان بفائدة ثابتة أو متغيرة أو بأكثر من عملة دون الاضطرار إلى رده أو بيع الأصول الموجودة في حالة حدوث أزمات مالية.⁶

1- عادل رزق، مرجع سبق ذكره، 2006، ص: 107.

2- وسام ملاك، مرجع سبق ذكره، 2003، ص: 335.

3- سمير عبد الحميد رضوان حسن، مرجع سبق ذكره، 2001، ص: 268-269.

4- منير عباس، الضوابط الشرعية للتعامل في المشتقات المالية، مداخلة مقدمة إلى المنتدى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة

فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 20-21 أكتوبر 2009، ص: 6.

5- محمد الحناوي وآخرون، مرجع سبق ذكره، 2007، ص: 308.

6- أمال كامل عبد الله، مرجع سبق ذكره، 2004، ص: 13-14.

المبحث الثالث: استخدامات المشتقات المالية ومخاطرها

ينظر إلى المشتقات المالية على أنها أداة للتنبؤ واستكشاف السعر الذي سيكون عليه الأصل محل التعاقد في السوق الحاضرة في تاريخ التسليم، وأداة للتغطية ضد مخاطر التغيرات السعرية، وخاصة أن جميع المستثمرين يرغبون في الحفاظ على استثماراتهم عند مستوى مقبول من المخاطرة، ويجد هؤلاء المستثمرين بغيتهم في أسواق المشتقات والتي تمكن أولئك الراغبين في تقليل المخاطر من تحويلها إلى أولئك الراغبين في زيادة المخاطر. ورغم أن التعامل في أدوات المشتقات المالية يستهدف الحد من مخاطر التقلبات في معدلات العائد وأسعار الصرف وأسعار السلع، إلا أنه بحكم طبيعة تلك الأدوات إذ ترتبط بالتوقعات فهي كذلك تتضمن احتمالات الربح والخسارة، حيث أنها في حد ذاتها تتضمن مخاطر تؤدي في بعض الأحيان إلى خسائر هائلة وغير محتملة، مما يتسبب في إحداث الأزمات.

المطلب الأول: استخدامات المشتقات المالية

يعتبر الهدف الرئيسي من استخدام عقود المشتقات هو تقليل المخاطر، إلا أنها في الحقيقة هي التي عظمت المخاطر ثم عملت على إدارتها تحت مسمى الهندسة المالية.

أولاً: أنواع المتاجرين في المشتقات

يمكن تصنيف المتاجرين في المشتقات كما يلي:

1- المتحوطون

يعتبر الهدف الرئيسي للأسواق الآجلة هو ضمان آلية كفاءة وفعالة لإدارة مخاطر تقلبات الأسعار.¹ ويهتم المتحوطون بالإقلال من المخاطرة التي يواجهونها بالفعل.² وتظهر الحاجة إلى التحوط في جميع أنواع التجارة والأعمال، فالمقترض الكبير بحاجة لحماية نفسه من ارتفاع أسعار الفائدة، والمستثمر أو المقرض بحاجة لحماية نفسه من انخفاض أسعار الفائدة أو أسعار الأسهم، ومنتجو الحبوب واللحوم المعلبة والجوهرات بحاجة إلى حماية أسعار منتجاتهم من تقلبات أسعار المعادن الثمينة والسلع وذلك بتثبيت التكلفة.

1- ماهر كنج شكري ومروان عوض، المالية الدولية العملات الأجنبية والمشتقات المالية، معهد الدراسات المصرفية، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2004، ص: 313.

2- طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، 2001، ص: 29.

وباتخاذ قرار التحوط يتنازل المتحوط مسبقاً عن إمكانية استفادته من حركة الأسعار المرجحة له، فهو يستطيع أن يحمي كلفته وهامش ربحه فقط وبهذه الحالة لا يتحمل أية مخاطر غير عادية.¹

2- المضاربون

هم أولئك الذين ينشدون الكسب السريع، يقامرون بأموالهم في بورصات البضائع والأوراق المالية ابتغاء الاستفادة من تقلبات الأسعار. ويمكن تعريف المضاربة على أنها عدم سعي المضارب لامتلاك أو تملك أو تسليم أو تسلم، فالمضارب هو التاجر الذي يأمل في التربح من حركة الأسعار للأداة محل تعامله وأنه لا مصلحة للمضارب في تسليم أو تسلم. وقد ذهب علماء الاقتصاد إلى القول بأن المضاربة محل خلاف وجدل كبير، وأن أسواق الخيارات والعقود قد لقيت نقداً عنيفاً، واتهاماً للأنشطة المضاربية بأنها لا تخرج عن كونها قماراً مقنناً.² فالمضارب يسعى إلى حمل المخاطر التي يرغب المتحوطون تجنبها، فلا يهتمهم استلام أو تسليم الأصول المتعاقد عليها وينصب جل اهتمامهم على الاستفادة من تقلبات الأسعار خلال أقصر فترة ممكنة، فيعملون على شراء الأصول المتوقع ارتفاع أسعارها وبيع تلك المتوقع أن تنخفض أسعارها.³

3- المرجحون

في هذا النوع من المضاربة، يتم تقييد أو تثبيت ربح عدم المخاطرة عن طريق الدخول بشكل متزامن في معاملات في سوقين أو أكثر، حيث تكون المضاربة ممكنة عندما يصبح هناك عدم توافق (أو عدم توازن) بين سعر عمليات التسليم الآجل لأصل ما والسعر النقدي.⁴

ويمكن توضيح مفهوم المراجعة من خلال المثال الموالي:

سهماً معيناً يتم تداوله في بورصات الأسهم في لندن ونيويورك، وبافتراض أن سعر السهم يساوي 172 دولار في نيويورك، و100 جنيه إسترليني في لندن في الوقت الذي كان فيه سعر الصرف 1.75 دولار للجنيه الإسترليني الواحد، وهكذا يستطيع الشخص الذي يمارس عملية المراجعة أن يشتري 100 سهم من أسهم هذه الشركة في نيويورك ويبيعها في سوق لندن، ويحصل بذلك على ربح عدم المخاطرة هو:

$$300\$ = (\$172 \times 100) - (\$175 \times 100)$$

1- ماهر كنج شكري ومروان عوض، مرجع سبق ذكره، 2004، ص: 113-314.

2- سمير عبد الحميد رضوان حسن، مرجع سبق ذكره، 2001، ص: 33-34.

3- ماهر كنج شكري ومروان عوض، مرجع سبق ذكره، 2004، ص: 314.

4- طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، 2001، ص: 32-33.

أي ربح قدره 300 دولار وذلك في ظل غياب تكلفة المعاملات، مع ملاحظة أن تكاليف المعاملات من شأنها أن تقضي على الربح بالنسبة للمستثمر الصغير. ومع ذلك فبيوت الاستثمار الكبرى تواجه تكاليف معاملات صغيرة جدا في كل من سوق الأسهم وسوق الصرف الأجنبي، ولذلك فإنها تجد فرصة المراجعة جذابة جدا، وتحاول استغلالها إلى أقصى درجة ممكنة.

وفرصة المراجعة مثل الفرصة التي سبق ذكرها سالفا لا يمكن أن تصمد طويلا، فمع قيام المراجحين بشراء الأسهم في نيويورك، فإن قوى العرض والطلب سوف تدفع سعر الدولار على الارتفاع. وبالمثل عندما يبيعون الأسهم في لندن، فإن سعر الإسترليني سوف ينخفض، وبسرعة كبيرة يصبح السعران متعادلان بسعر الصرف الجاري. والواقع أن وجود أشخاص لديهم رغبة كبيرة للربح باستخدام المراجعة يجعل من المستبعد وجود تفاوت كبير بين سعر الإسترليني وسعر الدولار أصلا.

ثانيا: استخدامات المشتقات المالية

تعد أهم وظائف المشتقات المالية تحويل المخاطر من أطراف لا ترغب في تحمل مخاطر عالية إلى أطراف قد ترغب في تحمل هذه المخاطر، أملين في تحقيق أرباح عالية فيما لو سارت الأمور على ما يرام واتجهت الأسعار بشكل مناسب.

1- استخدامات حقوق الخيار

تعتبر هذه العقود بديلا عن المتاجرة مباشرة في الأسهم العادية، حيث يستطيع المستثمرون أن يشتروا الأوراق المالية التي تمثل مطالبة أو حقا في سهم أو مجموعة من الأسهم. وهذا الخيار يعطي لحامله الحق في استلام أو تسليم حصص من الأسهم في ظروف محددة، وقد يرى حامل الحق في بعض الأحيان أنه لا توجد حاجة إلى ممارسة هذا الحق لأنه لا يحقق منفعة وبالتالي لا يتم التنفيذ.

وتستخدم حقوق الخيار لتحقيق الأغراض الموالية:

1-1- أغراض المضاربة

تتيح عقود الاختيار للمضاربين فرصة لدعم وتعزيز استثماراتهم من خلال تقييد المخاطرة، حيث يحقق المضارب ربحا نتيجة شراء حق الشراء إذا ما تحققت توقعاته المتمثلة في ارتفاع سعر الأصل في السوق بأكثر من

سعر التنفيذ، ومن ثم فهو -أي مضارب- يستفيد من تحركات الأسعار في السوق وتقلبها بالزيادة نتيجة خبرته وتوقعاته.¹

ففي بادئ الأمر كان ينظر لعقود الخيار على أنها أدوات مضاربة بدرجة أو بأخرى، وخلال الثمانينيات باع مستثمرون كثيرون خيارات البيع الآجل الخاصة بهم للاستفادة من الاتجاه الصعودي لأسعار الأسهم. وقد نجحت هذه الاستراتيجية حتى حدث الانهيار الشهير في السوق عام 1987 ودفعت الخسائر الكثير من المستثمرين لرؤية الخيارات على أنها أدوات مضاربة ولم يعد حجم عقود الخيارات على المستوى الذي كان عنده في عام 1987 لعدة سنوات.²

في الأخير، فإن شراء حق الشراء يعتبر أداة مضاربة إذا كان الهدف من شراء الحق هو بيعه بسعر أعلى مستقبلاً.³

1-2- أغراض التحوط

يعتبر الغرض الأساسي للخيار هو إدارة المخاطر ولاسيما التحوط من المخاطر عن طريق نقلها إلى أطراف أخرى. وعموماً، فإن التحوط هو توفير الحماية من خسائر محتملة، وإن القيام بالتغطية يعني اتخاذ مركز لموازنة بعض أنواع المخاطر، وعند تطبيق هذا المفهوم على الخيارات، فإن المخاطر هو عدم التأكد حول قيمة الورقة المالية المستقبلية والتي تم تحرير الخيار عليها.

فقد تتضمن عملية التحوط شراء سهم، وفي ذات الوقت شراء خيار بيع على نفس السهم، أو قد تتضمن بيع السهم بيعا قصيرا وشراء خيار شراء على السهم.

ويمكن استخدام استراتيجيات عقود الخيار لتقليل تعرض المحفظة الاستثمارية إلى الخطر، فضلا على استعمال هذه الاستراتيجيات كأداة للتحوط من مخاطر انخفاض أسعار موجودات المحافظ الاستثمارية، إذ أنه عندما يتوقع المستثمرون حدوث مثل هذه الانخفاضات يلجأون إلى شراء خيارات بيع. بموجب سعر تنفيذ معين بعد أن يدفعوا لمعدي الخيارات العلاوة المحددة. بموجب العقد، وبذلك يضمنون عدم تجاوز الخسارة حدا معين والتي تتمثل عادة في الفرق بين سعر الموجود في السوق بتاريخ العقد، وسعر التنفيذ المحدد بحسب شروط العقد نفسه.⁴

1- فيصل بلحسن وهدة عبو، مرجع سبق ذكره، 2007، ص: 04.

2- طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، 2001، ص: 96.

3- فيصل بلحسن وهدة عبو، مرجع سبق ذكره، 2007، ص: 04.

4- هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، 2008، ص: 282-283.

1-3- أغراض الاستثمار

تعتمد أسس الاستثمار الحديث على الأخذ بنظر الاعتبار بعدي العائد والمخاطر، ويسعى الكثير من المستثمرين بالبحث عن تلك الاستثمارات التي تحقق أعلى معدلات العائد بأدنى مستويات المخاطرة. إلا أنه من النادر أن يتعرفوا على تلك الفرص الاستثمارية.¹ فاستخدام الخيارات كاستراتيجية للاستثمار يحمل المستثمرين درجات عالية من المخاطر، حينما يقع القسط الأكبر منها على عاتق مصدر الخيار ويعزي ذلك إلى أن مشتري الخيار يحدد سلفاً مقدار الخسارة الذي يكون على استعداد لتحملها، والتي تتمثل في قيمة العلاوة التي يدفعها لمصدر الخيار. وبما أن تنفيذ مشتري الخيار له الحق في البيع أو الشراء في أي وقت خلال فترة الاستحقاق. لذا فإنه في حالة حدوث تقلبات سعرية حادة عكس التوقعات، فإن مصدري الخيار يتعرضون لخسائر كبيرة، يعوضون جزء منها بالعلاوة غير المعادة التي يحصلون عليها من مشتري الخيار.²

وفي كثير من الحالات، غيرت الخيارات من العلاقة التقليدية بين العائد والمخاطرة، فعلى سبيل المثال ينظر الكثير من المستثمرين إلى خيار الشراء كوسيلة بديلة عن الاستثمار بالأسهم دون تخصيص مبلغ رأسمالي كبير ودون تحمل مخاطرة كبيرة.³

2- استخدامات العقود المستقبلية

تستخدم العقود المستقبلية لغرضين، إما لغرض المضاربة لتحقيق الأرباح من خلال حركة الأسعار المستقبلية، أو لغرض التغطية للحماية من التقلبات في الأسعار المستقبلية.

1-2- أغراض التغطية

تقوم فكرة التغطية أو التحوط في سوق العقود المستقبلية على أساس شراء أو بيع عقود مستقبلية للحماية ضد احتمال متوقع لتغير الأسعار، وهذا التحوط يتم عادة بمقابلة أوضاع حالية في السوق الحاضرة بأوضاع مقابلة في العقود المستقبلية.⁴

وتستخدم في سوق العقود المستقبلية عدة طرق للتغطية هي:⁵

1- أسعد حميد عبيد العلي، مرجع سبق ذكره، 2005، ص: 46.

2- هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، 2008، ص: 251.

3- أسعد حميد عبيد العلي، مرجع سبق ذكره، 2005، ص: 46.

4- ماهر كنج شكري ومروان عوض، مرجع سبق ذكره، 2004، ص: 321.

5- فيصل بلحسن وهدة عبو، مرجع سبق ذكره، 2007، ص: 06.

2-1-1-1- تغطية الشراء

هي قيام المستثمر بشراء عقد على أصل في سوق العقود المستقبلية بتاريخ تسليم تتفق مع توقيت الحاجة إلى ذلك الأصل، بما يمكن من مواجهة مخاطر تغير الأسعار.

2-1-2- تغطية البيع

وتعني بيع عقود مستقبلية لتجنب مخاطر انخفاض أسعار أصل معين، وهذا النوع من التغطية يلجأ إليه أولئك الذين تضطروهم الظروف إلى شراء أصل معين من السوق الحاضرة ثم تخزينه لحين الحاجة في الوقت الذي يخشون فيه انخفاض ثمن ذلك الأصل.

2-1-3- التغطية الكاملة

وهي امتلاك المستثمر لعقد بيع وعقد شراء بنفس السعر والكمية وبنفس تاريخ التسليم، وبالتالي لا يتعرض هذا المستثمر لأية خسائر في حالة حدوث تغيرات سعرية.

2-1-4- التغطية باستخدام أصل مختلف

وهي عملية شراء أو بيع لأصل "مختلف" يشابه الأصل "الأصلي" في عملية التغطية، أو بعبارة أخرى استخدام أصل بديل كأساس لتغطية عقد أبرم على أصل أخرى، وهو ما يمكن أن يطلق عليه "التغطية عبر أصول مختلفة" أو "التغطية المتقاطعة".

2-2- أغراض المضاربة

تعتبر أهم وظائف العقود المستقبلية تحويل المخاطر من أطراف لا ترغب في تحمل مخاطر عالية إلى أطراف قد ترغب في تحمل هذه المخاطر. "فيدخل المضارب سوق العقود المستقبلية من أجل تحقيق الأرباح من خلال تحركات الأسعار"¹، حيث يشتري المضارب أو يبيع العقود المستقبلية في محاولة لكسب العائد، وهو مستعد لتحمل المخاطرة الخاصة بالتقلبات السعرية على أمل التربح منها، ووجود المضاربين أساسى بالنسبة لحسن عمل سوق العمليات الآجلة، حيث إنهم يمتصون أو يستوعبون الطلب أو العرض الزائد المولد بواسطة المتحوظين في تفاديها، ويسهم المضاربون في سيولة السوق ويقللون من قابلية تغير الأسعار بمرور الوقت.²

1- محمد الخناوي وآخرون، مرجع سبق ذكره، 2007، ص: 249.

2- طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، 2001، ص ص: 165-166.

وتستخدم في سوق العقود طريقتان للمضاربة هما كما يلي:¹

- المضاربة على شراء عقد مستقبلي لأصل ما تشير التوقعات إلى تصاعد في أسعار عقودها، ثم يقوم المضارب بإصدار أمر إيقاف الخسائر للسهم في حالة انخفاض السعر إلى مستوى معين، مما يعني أن السهم يقوم بإقفال مركز المضارب وذلك ببيع عقد مماثل إذا ما انخفض الثمن إلى ذلك المستوى.
- المضاربة على بيع عقد مستقبلي لأصل يتوقع اتجاه تنازلي في أسعاره.

3- استخدامات عقود المبادلة

تتباين دوافع أطراف عقد المبادلة، إلا أن معظمها يدور في إطار تغطية مخاطر أسعار الصرف وأسعار الفائدة، والبحث عن تكلفة أفضل لتمويل المشروعات ومحاولة تحقيق أرباح عن طريق توقع تغيرات أسعار الفائدة وأسعار الصرف.

وفيما يلي أهم استخدامات عقود المبادلة:²

3-1- أغراض التغطية

تستخدم عمليات المبادلة للتحوط ضد مخاطر ارتفاع وانخفاض أسعار الفائدة وأسعار صرف العملات الأجنبية، فمن يقترض بالدولار ويخشى ارتفاع أسعاره يمكنه القيام بعملية مبادلة يضمن بها تسديد القرض بعملته الوطنية مثلاً، ومع صعوبة الحصول على عقود خيار متوسطة أو طويلة الأجل، تظهر أهمية عقود المبادلة كوسيلة وحيدة لتغطية المخاطر لمدة طويلة.

وعلى مستوى التحوط ضد تقلبات أسعار الفائدة هناك من يبادل التزاماته ذات المعدل الثابت بأخرى ذات المعدل المتغير سواء بنفس العملة أو بعملة مختلفة وذلك للتحوط ضد توقعات ارتفاع أو انخفاض أسعار الفائدة.

3-2- أغراض المضاربة

تستخدم هذه العقود أيضاً في الاستفادة من تقلبات الأسعار عن طريق المضاربة، وغالباً ما تلعب البنوك دور الوسيط بين طرفين أحدهما يهدف إلى التحوط ضد مخاطر هذه التقلبات والآخر يهدف إلى تحقيق الأرباح عن طريق المضاربة، فمثلاً يبرم شخص عقد المبادلة، للتحوط ضد مخاطر ارتفاع أسعار صرف عملة معينة مقابل

1- فيصل بلحسن وهدة عيو، مرجع سبق ذكره، 2007، ص: 06.

2- أمال كامل عبد الله، مرجع سبق ذكره، 2004، ص: 13.

أخرى، بسعر صرف محدد مع الاتفاق على شرائها بسعر محدد في تاريخ لاحق، فلو انخفض سعر هذه العملة الفوري في الأسواق سيجد نفسه ملزماً بشرائها وعندئذ سيكون الربح - وهو الفرق بين السعر الذي سيشتري به والسعر السائد في السوق - من نصيب الطرف الآخر الذي أبرم العملية بقصد المضاربة.

3-3- أغراض الترويج

يعتبر الوضع الطبيعي عندما تكون أسعار العملات الأجنبية في مختلف الأسواق موحدة استناداً إلى نظرية السعر الواحد، إلا أن هذا لا ينفي إمكانية وجود اختلافات بسيطة في الأسعار قد تمكن المتعاملين من تحقيق أرباح آتية عن طريق استبدال عملات بأخرى في نفس الوقت، وتسمى عمليات تحقيق الأرباح من شراء وبيع العملة الأجنبية على هذا النحو بعمليات ترويج العملة.¹

ولعقود المبادلة أهمية خاصة بالنسبة لراغب الترويج إذ تمكنه من تحويل عملة إلى أخرى بشكل مؤقت، حيث يشتريها شراء فورياً ثم يبيعها بيعاً آجلاً، وبذلك يتمكن من الحصول على العملة اللازمة له للقيام بعملية الترويج.² أما عملية ترويج الفوائد فهي انتقال الأموال من سوق إلى أخرى سعياً وراء فروقات أسعار الفوائد بين الأسواق. ولكي يتحقق الربح المطلوب، فلا بد أن تزيد هذه الفروقات عن كلفة تغطية شراء أموال تسليمها آجلاً بالإضافة إلى كلفة تنفيذ انتقال الأموال.³

3-4- تخفيض تكلفة التمويل

قد تبرم عقود المبادلة بهدف تخفيض تكلفة تمويل مشروع معين وذلك عن طريق الاستفادة من ميزة يمتلكها كل من طرفي العقد في أحد فروع السوق، وبمبادلة هذه الميزة بميزة مشابهة في سوق أخرى يستفيد الطرفان.⁴

3-5- الاستثمار في الأسواق الجديدة

تسمح عقود المبادلة لأطرافها باقتحام أسواق كانوا قادرين على دخولها لعدة أسباب مثل نقص السيولة المالية أو العملة الأجنبية أو الخوف من تقلبات أسعار الصرف، فهي تسمح للعديد من الشركات الاقتصادية بدخول أسواق دون الحاجة إلى التوافق مع القواعد السائدة فيها، ومثال ذلك الشركة التي تريد الحصول على عملة معينة كالดอลลาร์ الأمريكي ولكن ليس لديها وسيلة للدخول مباشرة للسوق الأمريكية، يمكنها الحصول

1- ماهر كنج شكري ومروان عوض، مرجع سبق ذكره، 2004، ص: 270.

2- أمال كامل عبد الله، مرجع سبق ذكره، 2004، ص: 14.

3- ماهر كنج شكري ومروان عوض، مرجع سبق ذكره، 2004، ص: 274.

4- أمال كامل عبد الله، مرجع سبق ذكره، 2004، ص: 16.

على فرصة استثمار خارج الولايات المتحدة الأمريكية ثم تقوم بتحويل أرباحها إلى دولار أمريكي عن طريق المبادلة، وبعد دخولها للسوق الأمريكية يمكنها أن تستعيد عملتها الأصلية مرة أخرى.¹

المطلب الثاني: المخاطر المالية

تعتبر الأنشطة الاقتصادية بشكل عام عرضة لشيئ أنواع المخاطر ولعل المعاملات المالية أكثرها تعرضاً وتأثراً بها، وقد قامت عدد من العلوم الاجتماعية منها علم الإحصاء وعلم الاقتصاد وعلم الإدارة المالية والتأمين بدراسة موضوع المخاطرة الذي له خصوصياته التي ينفرد بها، ومع كل التعقيدات النظرية التي تكتنفها دراسة المخاطر، فإن معناها لا يخرج عن جميع هذه العلوم.

أولاً: تعريف المخاطر

يمكن النظر إلى تعريف المخاطر من عدة زوايا.²

1- المعنى الاقتصادي للمخاطرة

تعرف كلمة مخاطرة بأنها إمكانية حدوث شيء غير مرغوب فيه، وهي في نفس الوقت تعني الشيء الذي يمكن أن يسبب الخطر نفسه، وهي الحالة التي تتضمن احتمال الانحراف عن الطريق الذي يوصل إلى نتيجة متوقعة أو مأمولة. كما ينظر إليها على أنها توقع اختلافات في العائد بين المخطط والمطلوب والمتوقع حدوثه، وهي حالة عدم التأكد من حتمية الحصول على العائد أو من حجمه أو من زمنه أو من انتظامه أو من جميع هذه الأمور مجتمعة.

2- المعنى المالي للمخاطرة

تعرف المخاطرة من المنظور المالي بأنها إمكانية حدوث انحراف في المستقبل، بحيث تختلف النواتج المرغوب في تحقيقها عما هو متوقع، أو عدم التأكد من الناتج المالي في المستقبل لقرار يتخذه الفرد الاقتصادي في الحاضر على أساس نتائج دراسة سلوك الظاهرة الطبيعية في الماضي.

1- أمال كامل عبد الله، مرجع سبق ذكره، 2004، ص: 17- 18.

2- بلعوز بن علي، مرجع سبق ذكره، 2009/2010، ص: 331- 332.

ثانياً: أنواع المخاطر

تنقسم المخاطر المالية إلى عدة أنواع منها ما يتعلق بالقروض أو بالسوق المالية، أو بتبديل العملات، أو بأسعار المواد الأولية، أو بإنجاز العمليات المصرفية، أو بتوفير السيولة النقدية، أو بتغير غير متوقع بنسبة الفائدة، أو بالعمليات المصرفية الدولية.

ويمكن ذكرها فيما يلي:

1- مخاطر الائتمان

مخاطر الائتمان هي المخاطر التي قد تنجم عن تخلف أو عجز الطرف الآخر للأداة المالية عن الوفاء بالتزاماته تجاه البنك،¹ مما يؤدي إلى حدوث خسائر اقتصادية للمصرف تمتد إلى تكاليف الفرصة الضائعة والمصاريف المتعلقة بمتابعة القروض المتغيرة. ويمكن لإدارة المصرف التقليل من هذه المخاطر من خلال انتهاز سياسة إقراض متحفظة، غير أن ذلك بالمقابل يؤدي إلى عدم الربحية. ومن الصعب تقدير المخاطر بدون الفحص الدقيق لمكونات محفظة القروض. ويمكن التحقق من هذه المخاطر بانتهاج وتطبيق المعايير الائتمانية السليمة وانتهاج سياسة تسعير الائتمان على أساس المخاطر والهيكلة الفعالة للقروض، كما يمكن تقليل مخاطر الائتمان من خلال التنويع، حسب شرائح القروض وكذلك قطاعياً وجغرافياً، ذلك لأن التنويع يحمي المصرف من تكسب المخاطرة.²

فهناك عوامل عديدة تؤدي إلى مخاطر الائتمان وتعثر القرض، منها عوامل خارجية خاصة بالظروف العامة الاقتصادية، وعوامل خاصة بالمصرف مثل عدم الدراسة الجيدة عن العميل أو غيرها من الأخطاء، بحيث يولد القرض ميتاً أحياناً، وعدم متابعة القرض أو عوامل خاصة بالعميل كاستخدام القرض لغايات غير المعلن عنها عند منح الائتمان، أو وجود إدارة فاشلة للمشروع وغيرها من الأسباب التي تؤدي إلى التعثر.³

2- مخاطر السوق

مخاطر السوق هي المخاطر الناجمة عن التحركات العكسية في القيمة السوقية لأصل ما (السهم أو سند أو قرض أو عملة أو سلعة) أو عقد مشتق مرتبط بالأصول السابقة (علماً أن القيمة السوقية للعقد المشتق ترتبط

1- التقرير السنوي لعام 2008، هيئة سوق رأس المال الفلسطينية، ص: 31.

2- علي بدران، الإدارة الحديثة للمخاطر المصرفية في ظل بازل 2، المحاسب المجاز، العدد 23، الفصل الثالث 2005، ص: 11.

3- نفس المرجع أعلاه، ص: 11.

بعدها أمور منها سعر الأصل محل التعاقد، درجة تقلبه، أسعار الفائدة ومدة العقد، أو هي مخاطر تعرض المراكز المحمولة داخل ميزانية المؤسسة وخارجها لخسائر نتيجة لتقلب الأسعار في السوق.¹

وتختلف مخاطر السوق عن مخاطر الائتمان، حيث إن مخاطر السوق التي يواجهها المصرف لا تتبع بالضرورة عن أداء ضعيف للمصدر أو بيع أدوات مالية أو أصول، بل إنها تنتج عن التغيرات المعاكسة أو التي ليست في صالح المصرف وذلك بالنسبة لأسعار السوق. وتصنف مخاطر السوق عادة ضمن فئة مخاطر المضاربة، حيث إن تحركات الأسعار يمكن أن ينتج عنها ربح أو خسارة بالنسبة للمصرف، وتتكون مخاطر السوق من أربعة مكونات هي كما يلي:²

2-1- مخاطر التقلبات في أسعار الصرف

هي مخاطر تقلب أسعار بيع وشراء العملات الأجنبية مقابل العملة الوطنية، في حالة امتلاك المصرف لموجودات مقومة بالعملات الأجنبية، خاصة أن أسواق العملات الأجنبية أخذت تشهد تقلبات حادة في الفترة الأخيرة، حيث يتطلب وجود رأسمال مطلوب لتغطية مخاطر أسعار الصرف بالإضافة إلى الذهب.³

2-2- مخاطر التقلبات في أسعار الفائدة

هي المخاطر التي يتحملها المصرف من جراء منحه قرضا بسعر الفائدة السائد حاليا، معطى بتمويل حصل عليه بسعر فائدة معروف، ثم اضطراره خلال أجل القرض إلى إعادة تمويله بسعر فائدة أعلى. فإذا كان سعر الفائدة الذي يفرضه المصرف على القرض ثابتا ويرتفع سعر إعادة التمويل، فإن المردود الصافي الذي يحققه المصرف سوف ينخفض، ذلك لأن توقيت تقديم القرض لا يتوافق مع توقيت فرص حصول المصرف على الودائع. وهكذا، يتعرض المصرف إلى درجة من التقلبات في أرباحه بسبب تقلبات أسعار الفائدة.⁴ ويتوقف مقدار مخاطر أسعار الفائدة على مدى اختلاف أسعار الفائدة عن التوقعات التي بنيت عليها الفجوة ومدى تمكن البنك من تصحيح أوضاعه في الوقت المناسب، وتتصاعد مخاطر أسعار الفائدة في حالة عدم توافر نظام معلومات لدى البنك يتيح ما يلي:⁵

- الوقوف على معدلات تكلفة الالتزامات ومعدلات العائد على الأصول.

1- بلعوز بن علي، المرجع السابق ذكره، 2010/2009، ص: 333.

2- على بدران، مرجع سبق ذكره، الفصل الثالث 2005، ص: 11.

3- نفس المرجع أعلاه، ص: 11.

4- نفس المرجع أعلاه، ص: 11.

5- سمير الخطيب، قياس وإدارة المخاطر بالبنوك، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2005، ص: 237.

- تحديد مقدار الفجوة بين الأصول والالتزامات لكل عملة من حيث إعادة التسعير ومدى الحساسية لتغيرات أسعار الفائدة.

2-3- مخاطر التقلبات في أسعار الأوراق المالية

هناك حد أدنى لرؤوس الأموال التي تغطي مخاطر حيازة أو امتلاك مراكز في الأوراق المالية أو الأسهم في دفتر التداول. وتطبق على المراكز طويلة الأجل والقصيرة في جميع العقود، وتوجد مخاطر عامة تؤثر على السوق ككل وغير ممكن تنويعها ومخاطر غير عامة ممكن تنويعها.¹

2-4- مخاطر التقلبات في أسعار السلع

ينجم هذا المخاطر عن العمل المصرفي في سوق السلع والموارد الأولية، والمقصود بالسلع هنا المواد العينية التي يمكن الاتجار بها في الأسواق العالمية مثل البترول والمنتجات الزراعية والمواد المعدنية باستثناء الذهب، وهذا الخطر متعلق طبعاً بتغير سعر تكلفة السلعة وكذلك بتغير سعرها في الأسواق العالمية.²

3- مخاطر التشغيل

تعتبر مخاطر التشغيل من المستجدات في عالم إدارة المخاطر الحديثة وهي تعني الخسارة الناجمة عن الفشل في النشاط الداخلي وإجراءات الرقابة. يشمل هذا النوع المخاطر العملية المتولدة من العمليات اليومية للمؤسسة، لا يتضمن عادة فرصة للربح. فالمؤسسة إما أن تحقق خسارة وإما لا تحققها، وعدم ظهور أية خسائر للعمليات لا يعني عدم وجود أي تغيير، ومن المهم للإدارة العليا التأكد من وجود برنامج لتقويم تحليل مخاطر العمليات، وتشمل مخاطر العمليات ما يلي الاحتيال المالي والتزوير وتزييف العملات والسرقة والسطو والجرائم الإلكترونية.³

4- مخاطر السيولة

تعتبر السيولة أحد المكونات الرئيسية لإدارة أصول وخصوم المصرف، وتهتم لجنة في المصارف الكبيرة بموضوع إدارة السيولة وتراعي آجال استحقاقات الأصول والخصوم المختلفة حتى لا تحدث أزمة سيولة.⁴

1- على بدران، مرجع سبق ذكره، الفصل الثالث 2005، ص: 12.

2- زهير بشناق، مرجع سبق ذكره، 2006، ص: 180.

3- بلعزوز بن علي، مرجع سبق ذكره، 2010/2009، ص: 334.

4- على بدران، مرجع سبق ذكره، الفصل الثالث 2005، ص: 12.

ويتمثل خطر السيولة بعدم قدرة المصرف على الوفاء بالتزاماته عند استحقاقها دون أن تلحق به خسائر كبيرة وذلك بسبب نقص السيولة النقدية لديه.¹ وهكذا، فإن إدارة مخاطر السيولة عملية معقدة إذ أن لدى المصرف مصدران للسيولة هما الموجودات والمطلوبات. وتنخفض تلك المخاطر في حال كان المصرف يمتلك استثمارات قابلة للبيع لمواجهة الطلب على السيولة، غير أن امتلاك هذه الاستثمارات السائلة يؤدي إلى تخفيض المردود، لأن المصرف يستطيع تحقيق مردود أعلى من القروض والاستثمارات الأطول أجلا. أما المصدر الثاني للسيولة فهو الاقتراض من الغير، وهكذا ما تفعله المصارف الكبيرة عندما تواجه الطلب المتزايد على السيولة، وبالتالي فهي توظف نسبا أعلى من موجوداتها في القروض ذات ربحية الأعلى. "وبالنسبة للمصرف تعد إدارة السيولة على قدر كبير من الأهمية، حيث من الممكن أن يعني ذلك في حال الفشل سقوط المصرف كمؤسسة مالية، لذلك تهتم المصارف بإدارة السيولة لتجنب عدم قدرة المصرف بالوفاء بالتزاماته في تاريخ الاستحقاق دون تحمله خسائر غير متوقعة."²

5- مخاطر الملاءمة

يمكن للخسائر أن تنشأ وتتضاعف بسبب قضايا ملاءمة المعاملات، وهذا الخطر كثيرا ما يحدث عندما يطلب الطرف المقابل بتعويض مالي نتيجة معاملة معينة يعتقد أنها كانت أكثر عرضة للمخاطر مما كان معلنا عنه أو بسبب عدم الإفصاح الكافي عن آثارها المتوقعة أو الفشل في اتخاذ التدابير التحوطية الصحيحة، "في هذه الحالة فإن الطرف المقابل قد يرفض المعاملة أصلا أو قد يرفع دعوى للحصول على تعويضات، وفي حين أن الإجراءات القانونية ليست دائما مضمونة لإعطاء فرصة للتسوية، فإن احتمال أن ينتج عن ذلك تحمل خسارة يبقى قائما، فعلى سبيل المثال إذا قام المصرف ببيع عقد مالي مشتق مركب، دون تضمينه التحذيرات الكافية عن الخسائر المحتملة، فإنه يتيح للعميل إمكانية الحصول على تعويض في حالة نزاع القانوني."³

6- المخاطر القانونية

تقع هذه المخاطر في حالة انتهاك القوانين أو القواعد أو الضوابط المقررة خاصة تلك المتعلقة بمكافحة غسل الأموال، أو نتيجة عدم التحديد الواضح للحقوق والالتزامات القانونية الناتجة عن العمليات المصرفية الإلكترونية، ومن ذلك عدم وضوح مدى توافر قواعد لحماية المستهلكين في بعض الدول أو لعدم المعرفة القانونية لبعض الاتفاقيات المبرمة باستخدام وسائل الوساطة الإلكترونية.⁴

1- زهير بشناق، مرجع سبق ذكره، 2006، ص: 181.

2- على بدران، مرجع سبق ذكره، الفصل الثالث 2005، ص: 12.

3- بلعزوز بن علي، مرجع سبق ذكره، 2009/2010، ص: 334.

4- سمير الخطيب، مرجع سبق ذكره، 2005، ص: 237.

7- مخاطر السمعة

تنشأ مخاطر السمعة في حالة توافر رأي عام سلبي تجاه البنك، الأمر الذي قد يمتد إلى التأثير على بنوك أخرى، نتيجة عدم مقدرة البنك على إدارة نظمه بكفاءة أو حدوث اختراق مؤثر لها.¹ وتنشأ أيضا مخاطر السمعة في الحالات التي يواجه فيها العملاء مشاكل مع أي خدمة يقدمها المصرف ودون تقديم أي حل للمشاكل، إضافة لتكرار الأخطاء أو بسبب شبكات الاتصال بسبب الأعطال المتكررة أو اختراق النظام الخاص بالمصرف بواسطة الانترنت والتأثير على بياناته أو إعطاء بيانات غير دقيقة عنه وعن خدماته.²

المطلب الثالث: مخاطر استخدام المشتقات المالية

بعد التعرف على أهم الفوائد التي يمكن تحقيقها في حالة استعمال المشتقات المالية، فإن في المقابل قد يترتب على التعامل بالأدوات المشتقة مخاطر كبيرة، والسبب في ذلك يعود إلى حالة عدم التأكد المحيطة بأسعارها كونها لا تتعامل مع الحاضر وإنما مع المستقبل، والدليل على ذلك ما تعرضت له بعض المنشآت المالية والمصرفية لحالات الخسائر والإفلاس، وتتمثل المخاطر التي يمكن أن تواجهها أدوات المشتقات أساسا في:

أولاً: مخاطر الائتمان

ترتبط هذه المخاطرة بالخسائر* الاقتصادية التي سيتكبدها المستخدم النهائي إذا أخفق الطرف الآخر في العقد في الوفاء بالتزاماته المالية المنصوص عليها في العقد،³ ويعتبر هذا النوع من المخاطر أكثر انتشارا في البورصات غير المنظمة مقارنة بالبورصات المنظمة، الأمر الذي يقتضي اهتمام المتعاملين في البورصات غير المنظمة بتقييم الجدارة الائتمانية للأطراف التي يتم التعامل معها.⁴

وهناك عدد من السياسات والإجراءات التي تمكن المتعاملين في أسواق المشتقات من إدارة هذه المخاطر الائتمانية منها ما يلي:⁵

1- سمير الخطيب، مرجع سبق ذكره، 2005، ص: 237.

2- على بدران، مرجع سبق ذكره، الفصل الثالث 2005، ص: 13.

* تتمثل هذه الخسائر في تكلفة إحلال عقد جديد محل العقد السابق.

3- طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، 2001، ص: 264.

4- محمود سحنون وسيمية محسن، مخاطر المشتقات المالية ومساهمتها في خلق الأزمات، الملتقى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 20-21 أكتوبر 2009، ص: 06.

5- فيصل بلحسن وهدة عبو، مرجع سبق ذكره، 2007، ص: 08.

- أدوات الرقابة الداخلية التي تتضمن تقدير المخاطر الائتمانية قبل الدخول في تعاملات مع الطرف المقابل، مع رقابة هذه المخاطر خلال مدة كل تعامل معها.
- التوثيق الدقيق للتعاملات مما يقلل من حدة المخاطر الائتمانية، وبالتالي يوفر الالتزام القانوني لتنفيذ العقود.
- تقدير الجدارة الائتمانية للأطراف المقابلة والالتزام بحدود معينة لهذه المخاطر.
- توفير الضمانات اللازمة التي تدعم الائتمان وتقلل أو تحدد من التعرض لمخاطر تعثر أطراف عملية معينة.
- كما يمكن تحديد بعض الشروط في العقد مثل أن يتم تنفيذ العقد شهريا بدلا من كل ثلاثة أشهر وغيرها من الشروط، لاسيما بالنسبة لعقود المبادلات التي تعد أكثر أنواع المشتقات المالية عرضة للمخاطر الائتمانية.

ثانيا: مخاطر السوق

تنشأ مخاطر السوق المتعلقة بالمشتقات من السلوك السعري لأسعار الأصول محل التعاقد، (أي التقلبات غير المتوقعة في أسعار عقود المشتقات)، ويعزو السبب في هذا إلى تقلبات أسعار الأصول محل التعاقد.¹ وبذلك، فإن أي تغير ولو كان بسيطا في قيمة الموجود الضمني محل التعاقد، قد يؤدي إلى تغير أكبر في قيمة المشتقة المالية. وتعد المخاطرة السوقية أحد أهم المخاطر التي يتوجب على المتعاملين في المشتقات المالية، مراقبتها وقياسها، على الرغم من أن القياس الدقيق لهذا النوع من المخاطر يعد صعبا ومعقدا لاسيما مع هذه الأدوات نظرا لتقلب أسعارها الكبير. لذلك تبقى إمكانية التعرض لهذا النوع من المخاطرة كبيرة ومؤثرة بالنسبة للمتعاملين في هذه الأدوات.² بالإضافة إلى ذلك، فإن مخاطر السوق المتعلقة بالمشتقات قد تزداد خطورة في ظل ترابط الأسواق المالية بدرجة أكبر، مما يؤدي إلى سهولة انتقال المخاطر التي قد تتعرض لها سوق مالية معينة إلى الأسواق المالية الأخرى. ومن ثم، فإن المتعاملين في مجال عقود المشتقات يكونون في حاجة ماسة إلى تحديد عناصر هذه المخاطر وفهم كيفية تفاعلها مع بعضها البعض. وبالتالي، فإن تقدير مخاطر السوق المتعلقة بالمشتقات إنما يعتمد على التقييم المرتبط بالسوق وأيضا على الأدوات التي تستخدم كوقاية من هذه المخاطر.³

1- فيصل بلحسن وهدة عبو، مرجع سبق ذكره، 2007، ص: 09.

2- هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، 2008، ص: 119-120.

3- بلحسن فيصل وعبو هدة، مرجع سبق ذكره، 2007، ص: 09.

ويتطلب الحد من مخاطر السوق تقييما موضوعيا شاملا لظروف السوق، كما يتطلب أيضا أن تحافظ بيوت التسوية على حد أدنى مناسب من السيولة لديها وكذا على كفاءة أدائها كوسيط بين البائع والمشتري في السوق، وبحيث تكون قادرة على الوفاء بالتزاماتها بصفة مستمرة.¹

ثالثا: مخاطر التشغيل

وهي تلك المخاطر التي تتعلق بأخطاء الأفراد العاملين في مجال المشتقات وفشل المديرين وضعف كفاءة الأنظمة الإدارية والرقابية، وضعف المتابعة لتصرفات المسؤولين عن إدارة المشتقات والتعامل بها.² وتنشأ المخاطر التشغيلية من خلال عمليات التسوية والمقاصة نتيجة عدم كفاءة نظم المعلومات أو الرقابة الداخلية، والإخفاق في إجراء عمليات التسوية والمقاصة بكفاءة عالية، الأمر الذي يترتب عليه خسائر للمشاركين في السوق لم يكن في وسع أحد التنبؤ بها نتيجة التأخير في التسوية أو الأخطاء أو الغش.³

رابعا: مخاطر التسوية

تتمثل مظاهر مخاطر التسوية في أن القليل من المعاملات المالية يتم تسويتها آنيا، فقد يتعرض أحد الأطراف للخسارة إذا كان السعر الذي باع به مرتفعا مع رفض الطرف الآخر بالسداد في التاريخ المحدد للتسوية. كما قد تكون قيمة الأصل محل التعاقد عرضة لتقلبات الأسعار، وبالتالي قد تنخفض هذه القيمة في حالة عدم توافق ميعاد تسليم الأصل مع ميعاد استلام ما يقابله نقدا يوم التسوية.⁴ ويمكن تقليل مخاطر التسوية في المشتقات المالية لدرجة كبيرة باستعمال شروط تصفية التسويات في الاتفاقيات الشاملة، وهذا يؤدي إلى تقليل مخاطر التسوية للاتفاقيات التي تتم بنفس العملة وتبقى مخاطرة كبيرة تتمثل في مشكلة التسديد بأكثر من عملة واحدة.⁵

خامسا: مخاطر الإحلال

أما مخاطر الإحلال فلا تتعلق بإخفاق أحد الأطراف في الوفاء بالتزاماته خلال فترة التسوية، وإنما بعدم قدرته على الوفاء بهذا الالتزام مطلقا، وهو الأمر الذي يضطر معه الطرف الآخر إلى الدخول في عقد جديد حتى

1- سحنون محمود ومحسن سمير، مرجع سبق ذكره، أكتوبر 2009، ص: 06.

2- هاشم فوزي دباس العيادي، مرجع سبق ذكره، 2008، ص: 121.

3- سمير عبد الحميد رضوان حسن، مرجع سبق ذكره، 2001، ص: 332.

4- بلحسن فيصل وعبو هدة، مرجع سبق ذكره، 2007، ص: 09.

5- هاشم فوزي دباس العيادي، مرجع سبق ذكره، 2008، ص: 121.

يمكن من الوفاء بالتزاماته قبل الغير مع تحمله لخسائر حسيمة والتي تتمثل في الفرق بين سعر التعاقد وسعر السوق للأوراق المتعاقد عليها.¹

سادسا: مخاطر السيولة

وهي المخاطرة التي تنشأ بسبب عدم توفر السيولة، أي عدم القدرة على تسديد الالتزامات أولا بأول من قبل المتعاملين في سوق المشتقات، مما يجعل المتاجرة بهذه الأدوات أكثر صعوبة.

وعلى الرغم من وجود العديد من المتعاملين في أسواق المشتقات المالية، ورغم السيولة العالية التي تتمتع بها هذه الأدوات، إلا أنه تبقى هناك مشكلة تتعلق بعدم إمكانية تسهيل بعض العقود بالسرعة الممكنة، وذلك بسبب عوامل متعددة قد تتعلق بطبيعة هذه العقود أو بسبب ظروف السوق من العرض والطلب وغيرها من العوامل، مما يؤدي إلى حدوث خسائر للأطراف التي ترغب بتسييل مراكزها بسرعة.²

سابعاً: المخاطر القانونية

ترتبط هذه المخاطر بالخسائر الراجعة لتصرف قانوني أو تنظيمي يبطل صلاحية العقد أو يحول دون أداء المستخدم النهائي أو الطرف المقابل له وفقاً لشروط العقد أو ترتيبات التصفية ذات الصلة مثل هذه المخاطرة يمكن أن تنشأ، مثلاً من عدم كفاية توثيق العقد أو عدم القدرة على ترتيب تصفية للعقد في حالة الإفلاس، أو إدخال تغييرات مناوئة أو عكسية في قوانين الضرائب، أو وجود قوانين تحظر على المنشآت الاستثمار في أنواع معينة من الأدوات المالية،³ أو هي تلك المخاطرة الناشئة من عدم تنفيذ العقد، وذلك بسبب عدم امتلاك بعض المتعاملين للصلاحية في الدخول بالتعاقدات، لذلك يجب التأكد على ضمان امتلاك الأطراف المتعاملة للصلاحيات التي تخول لهم التعاقد باسم المصرف أو الشركة، ومن ثم اتباع الإجراءات القانونية في عملية التعاقد.⁴

إلى جانب المخاطر السابقة، يمكن ذكر مخاطر أخرى للمشتقات المالية هي:⁵

1- سمير عبد الحميد رضوان حسن، مرجع سبق ذكره، 2001، ص: 332.

2- هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، 2008، ص: 123.

3- طارق عبد العال حماد، مرجع سبق ذكره، 2001، ص: 266.

4- هاشم فوزي دباس العبادي، مرجع سبق ذكره، 2001، ص: 122.

5- مدثر طه أبو الخير والسقا السيد أحمد، مشاكل معاصرة في المراجعة، مطابع غياش، مصر، 2002، ص: 379.

- المشتقات إحدى صور العمليات خارج الميزانية، يتطلب تفهم ماهية المشتقات ضرورة التمييز بين الأدوات الأساسية* وبالمقارنة بالأدوات المالية المشتقة، فإن الكثير منها غالبا ما يكون خارج الميزانية إما لأنها لا تتضمن مدفوعات نقدية أو ربما تتطلب فقط مدفوعات نقدية مبدئية صغيرة. وبالتالي، فإن المبالغ الواردة في ميزان المراجعة قد لا توضح النطاق الكامل لاشتغال المنشأة في أنشطة المشتقات. بالإضافة إلى ذلك، فإن عدم وجود أدوات الرقابة الضرورية بشأن تسجيل التغيرات في أرصدة المشتقات يؤدي إلى عدم اكتشاف مكاسب أو خسائر جوهرية غير مسجلة.

- الغموض والتعقيد في عقود المشتقات، غالبا ما يتم تصميم عقود المشتقات كي تفي بحاجات معينة للمستخدم النهائي. ونتيجة لذلك هناك غموض بشأن كيفية استخدام أداة مالية معينة، كيفية تقييمها، وكيفية المحاسبة عنها، وما إذا كانت تحقق الأهداف الاقتصادية للتعامل منها أم لا، وقد تتعرض المنشأة لسوء فهم الشروط والآثار الفعلية لعقد مشتقات معينة.

* الأدوات الأساسية أدوات مالية داخل الميزانية وعادة ما تتصف بوجود مدفوعات نقدية، كما أنه يتم استردادها نقدا في تاريخ الاستحقاق.

خلاصة الفصل الثاني

إذا كانت أية معاملة مالية تنطوي على مخاطرة، فإن السعي إلى التحوط ضد المخاطر أو إدارتها يعتبر مطلباً ملحاً، وليس هناك شك أن جميع المستثمرين يرغبون في الحفاظ على استثماراتهم عند مستوى مقبول من المخاطرة، ويجد هؤلاء المستثمرون بغيتهم في أسواق المشتقات والتي تمكن أولئك الراغبين في تقليل المخاطر من تحويلها إلى أولئك الراغبين في زيادة المخاطرة.

وقد تبين مما تقدم أن المشتقات المالية التي كان هدفها الرئيسي هو تقليل المخاطر، إلا أنها في الحقيقة هي التي عظمت المخاطر ثم عملت على إدارتها تحت مسمى الهندسة المالية، فهي التي أنشأت المشكلة من أجل البحث لها عن علاج، فدورها الأساسي هو تحويل المخاطر من مستثمر لآخر أو من مجموعة من المستثمرين إلى أخرى دون أن يقتضي ذلك بيعاً للأصول محل التعامل، حيث يجري بيع المخاطر من الذين يخافون من نتائجها إلى الذين يسعون في طلبها ولديهم الرغبة في تحملها مقابل الثمن الذي يتقاضونه مسبقاً.

يرى المدافعون عن المشتقات أنها أدوات لنقل المخاطر من الوحدات المنتجة كالشركات التي لا ترغب في تحمل مخاطر الأسعار إلى الوحدات القادرة على تحمل هذه المخاطر، وهي المؤسسات المالية وبيوت السمسرة الكبيرة. وهذه العملية هي ما يسمى بالتحوط، أي توقي الشركات والمؤسسات للمخاطر وتجنبها. لكن المعارضين يقولون إن المشتقات هي نفسها أدوات المجازفة والرهان على تقلبات الأسعار والاسترباح من ذلك وواقع الأمر أن المجازفة هي الغالبة على المشتقات.

الفصل الثالث

الأزمة المالية العالمية

الفصل الثالث: الأزمة المالية العالمية

تعتبر الأزمات أو التقلبات المالية ميزة لصيقة بالنظام الاقتصادي الرأسمالي، التي يصعب التنبؤ بها ولا يمكن التخلص منها، لكن كل ما تهدف إليه الدول هو التخفيف من حدتها، خاصة وأنه يتأثر بها الجميع سواء كانوا أفراداً أو جماعات، ويترتب عليها آثار متعددة اقتصادية واجتماعية ونفسية، ومع تنوع الأزمات وتباين شدتها واختلاف إفرازاتها وتأثيراتها، فكانت محل اهتمام من طرف كثير من الباحثين.

وشهد العالم في خريف 2008 أزمة مالية عالمية انفجرت في الولايات المتحدة الأمريكية، وانتقلت عدواها إلى الأسواق المالية لمختلف دول العالم عن طريق العولمة المالية واندماج الأسواق المالية، ولم تقتصر هاته الأزمة على الأسواق المالية والنقدية والبورصات، بل تعدتها إلى المؤسسات المالية مثل بنوك الاستثمار، شركات التأمين ومؤسسات مالية متخصصة في التمويل العقاري.

وبينت الأزمة أن الأسواق المالية والمؤسسات المالية والمصرفية أصبحت تلعب الدور الأكبر في تكوين وزيادة الثروات، وقد أظهرت الأزمة المالية العالمية الغياب الواضح لآليات الرقابة على المشتقات المالية، خاصة في ظل التوسع في هذه الأدوات باعتبارها وسيلة جديدة لزيادة حجم الإقراض عن طريق توليد موجات متتالية من الأصول المالية بناء على أصل واحد.

ويتم تناول هذا الفصل في ثلاثة مباحث هي كما يلي:

– ماهية الأزمات المالية؛

– الأزمة المالية العالمية 2008؛

– أزمة الرهن العقاري ارتباطها بالمشتقات المالية وسبل علاجها.

المبحث الأول: ماهية الأزمات المالية

تعرضت البلدان المتقدمة والنامية إلى أزمات نقدية ومصرفية عديدة، اختلفت في حدتها ومدتها بحسب الظروف المؤسسية والهيكلية التي واجهت هذه البلدان. وقد تشكل تكرار الأزمات المالية- في فترات متقاربة من ناحية، ومن ناحية أخرى إلى الخسائر والتكلفة العالية لتلك الأزمات- ظاهرة مثيرة للقلق والاهتمام، وترجع أسباب ذلك إلى أن أثارها السلبية كانت حادة وخطيرة وهددت الاستقرار الاقتصادي والسياسي للدول المعنية، إضافة إلى انتشار هذه الآثار وعدوى الأزمات المالية تشمل دولاً أخرى كنتيجة للانفتاح الاقتصادي والمالي الذي تشهده تلك الدول واندماجها في منظومة التجارة العالمية. وقد تسارعت الأزمات المالية الأخيرة أكثر من السابق في ظل عولمة الأسواق المالية، وحدثت تدفق مفاجئ لرؤوس الأموال الأجنبية من بلدان الأزمة، إضافة إلى عوامل الاختلال على صعيد الاقتصاد الكلي والتشوهات في القطاع المالي وضعفه وعدم ملاءمة نظام الصرف الأجنبي.

المطلب الأول: مفهوم الأزمات المالية وأنواعها

حاول العديد من الخبراء في المجال النقدي والمالي تقديم تعريف لتلك الأزمات

أولاً: تعريف الأزمة

يعني لفظ الأزمة "اللحظة الحاسمة" أو "الفترة الحاسمة" لمرض معين، ويرتبط بالتالي بالفترة التي يمكن للمرض أن يتطور فيها نحو التحسن أو التراجع، وعمم هذا المعنى على مرحلة حاسمة في تطور الأشياء والأحداث والأفكار، أو علاوة على ذلك للدلالة على انفصام توازن معين.¹

ويقصد بالأزمة من الناحية الاجتماعية توقف الأحداث المنظمة والمتوقعة واضطراب العادات والعرف، مما يستلزم التغيير السريع لإعادة التوازن ولتكوين عادات جديدة أكثر ملاءمة.²

أما من الناحية الاقتصادية، فهناك اختلاف بين التعاريف التي قدمها الباحثون للأزمة، فهناك من يعرفها على أنها موقف طارئ يحدث ارتباكاً في سلسلة الأحداث اليومية للمنظمة، ويؤدي إلى سلسلة من التفاعلات ينجم

1- إبراهيم أبو العلا وآخرون، الأزمة المالية العالمية، مركز النشر العالمي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، الطبعة الأولى، 2009، ص: 6.

2- رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، 2006/2005، ص: 173.

عنها تهديدات ومخاطر مادية ومعنوية للمصالح الأساسية للمنظمة، مما يستلزم اتخاذ قرارات سريعة في وقت محدد، وفي ظروف يسودها التوتر نتيجة لنقص المعلومات، وحالة عدم اليقين التي تحيط بأحداث الأزمة.¹

وتشير الأزمة بصورة عامة إلى موقف تتضارب فيه العوامل ويؤدي فيه التغيير في الأسباب إلى تغيير مفاجئ في النتائج، وبمعنى آخر، فإن الأزمة هي نتاج مجموعة من العوامل المتتابعة والمتراكمة، تغذي كل منها الآخر إلى أن تصل إلى حالة الانفجار.²

إذن يمكن تعريف الأزمة بأنها مرحلة حرجة تواجه المنظومة الاجتماعية ينتج عنها تزايد وتراكم لأحداث وأمور غير متوقعة على مستوى جزء من النظام أو النظام كله، بالإضافة إلى التأثير الشديد على أطراف داخل النظام أو خارجه ماديا ونفسيا وسلوكيا، ويدفع سلطة اتخاذ القرار فيها إلى ضرورة التدخل السريع لنجدها وإعادة التوازن لهذا النظام.

ثانيا: تعريف الأزمة المالية

في الواقع ليس هناك تعريف واحد للأزمة المالية، بل هناك عدة تعاريف يتم عرضها فيما يلي:

تعرف الأزمة المالية على أنها الانخفاض المفاجئ في أسعار نوع أو أكثر من الأصول، والأصول إما رأس مال مادي يستخدم في العملية الإنتاجية مثل الآلات والمعدات والأبنية، وإما أصول مالية، هي حقوق ملكية لرأس المال المادي أو للمخزون السلعي، مثل الأسهم، حسابات الادخار، أو أنها حقوق ملكية للأصول المالية، وهذه تسمى مشتقات مالية ومنها العقود المستقبلية (للفظ أو العملات الأجنبية مثلا). فإذا انهارت قيمة أصول ما فجأة، فإن ذلك قد يعني إفلاس أو انهيار قيمة المؤسسة التي تملكها.³

كما تعرف على أنها حالة تمس أسواق البورصة وأسواق الائتمان لبلد معين أو مجموعة من البلدان، وتكمن خطورتها في آثارها على الاقتصاد مسببة بدورها أزمة اقتصادية ثم انكماش اقتصادي عادة ما يصاحبها انحصار القروض وأزمات السيولة والنقدية وانخفاض في الاستثمار وحالة من الذعر والحذر في الأسواق المالية.⁴

1- كمال رزيق وحسن توفيق، الجوانب النظرية للأزمة المالية، المؤتمر العلمي الدولي السابع " تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال"، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزرقاء الخاصة، الأردن، 10-11 نوفمبر 2009، ص: 3.

2- عبد السلام زايدوي وي زيد مرقان، انعكاسات الأزمة المالية العالمية على الاقتصاديات المغاربية، ص: 5.

3- علي فلاح المناصير ووصفي عبدالكريم الكساسبة، الأزمة المالية العالمية حقيقتها، أسبابها وتداعياتها وسبل العلاج، جامعة الزرقاء الخاصة، الأردن، نوفمبر 2009، ص: 7.

4- الشيخ الداوي، الأزمة المالية العالمية، انعكاساتها وحلولها، مؤتمر " الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي العربي والإسلامي"، جامعة الجنان، لبنان، 13 - 14 مارس 2009، ص: 3.

وتعرف كذلك الأزمة المالية بأنها حالة اضطراب مالي يفضي إلى تعرض المتعاملين في الأسواق المالية لمشكلات سيولة أو إعسار، كما أنها تنشأ عن التوسع الكبير في إصدار الأصول المالية بأكثر من حاجة الاقتصاد العيني. وتحدث الأزمة المالية كذلك في ظل تزايد المضاربات المالية وما ينشأ عنها من تآكل قيم الأصول المالية، وتراجع في أسعار الأسهم، وعجز البنوك والشركات الاستثمارية وشركات التأمين عن الوفاء بالتزاماتها مما يؤدي إلى تفشي ظاهرة الإفلاسات، ونقص السيولة في المجتمع.¹

ويمكن تعريف الأزمة المالية على أنها تلك التذبذبات ذات السعة الكبيرة التي تؤثر كلياً أو جزئياً على مجموعة من المتغيرات المالية: حجم الإصدار وأسعار الأسهم والسندات وكذلك القروض والودائع المصرفية ومعدل الصرف.² وبصفة عامة، تعكس الأزمة المالية انهيار النظام المالي برتمه مصحوباً بفشل عدد كبير من المؤسسات المالية وغير المالية مع انكماش حاد في النشاط الاقتصادي الكلي.³

من خلال ما مضى، يلاحظ تعدد التعاريف المطروحة للأزمة المالية، وإن كانت جميعها تصب في تعريف واحد جامع للأزمة المالية، وهو وقوع خلل خطير ومفاجئ في الأسواق المالية لدولة ما أو لمجموعة من الدول، ويتضمن أخطاراً وتهديدات مباشرة وكبيرة للدولة والمنظمات والأفراد وجميع أصحاب المصالح، والتي من أبرز سماتها فشل النظام المصرفي المحلي في أداء مهامه الرئيسية، والذي ينعكس سلباً في تدهور كبير في قيمة العملة وأسعار الأسهم، وتؤدي الأزمة المالية إلى نتائج سلبية واضحة على مستوى الاقتصاد الجزئي والاقتصاد الكلي وخسائر في الموارد المالية والموارد المادية والموارد البشرية، وتؤدي إلى اضطرابات حادة في التوازنات الاقتصادية قد تعقبها انهيارات حادة لمؤسسات مالية ومؤسسات أخرى .

وتنتج الأزمة بصورة مفاجئة بسبب أزمة ثقة تعصف بالاقتصاد الرأسمالي، وكذلك بسبب التوسع في الإقراض دون التأكد من الملاءة المالية للمقترضين مما يؤدي إلى فقدان السيولة، وانخفاض نسبي في قيمة العملة، أو هروب رأس المال للخارج.

ثالثاً : أنواع الأزمات المالية

يمكن التمييز بين أربعة أنواع من الأزمات المالية وهي:

1- محمد احمد عبد النعيم وهبة السيد جلال، الدور الرقابي للدولة في ظل الأزمة المالية العالمية، المؤثر العلمي السنوي الثالث عشر "الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية"، جامعة المنصورة، 1-2 أبريل 2009، ص: 3.

2- كمال العقريب وسيد علي بلحمدي، أهم الأزمات المالية الناتجة عن أنشطة الأسواق المالية التقليدية وخيار الأسواق المالية الإسلامية كبديل، المنتدى الدولي الثاني "الأزمة المالية الراهنة والبدايات المالية والمصرفية، المركز الجامعي خميس مليانة، الجزائر، 5-6 ماي 2009، ص: 6.

3- رشيد بوكساني ، مرجع سبق ذكره، 2006/2005، ص: 173 .

1- الأزمة المصرفية

تنجم الأزمة المصرفية عندما يواجه المصرف ارتفاعا مفاجئا وتزايدا كبيرا في الطلب على سحب الودائع، فالمصرف يستخدم نسبة كبيرة من هذه الودائع في عمليات الإقراض والتشغيل، ويحتفظ بنسبة محددة من هذه الودائع لتلبية طلبات السحب اليومية المعتادة، ويواجه المصرف أزمة مصرفية حقيقية عندما يواجه هذا الارتفاع المفاجئ والتزايد الكبير في الطلب على سحب الودائع والتي تتجاوز النسبة المعتادة للسحب، فتحدث الأزمة في هذا المصرف في صورة أزمة سيولة. وعندما تتفاقم هذه الأزمة وتمتد إلى المصارف الأخرى، فإن هذه الأزمة تصبح أزمة مصرفية في تلك الدولة أو مجموعة دول.¹ وتميل الأزمات المصرفية إلى الاستمرار وقتا أطول، ولها آثار أكبر على النشاط الاقتصادي، وكانت الأزمات نادرة نسبيا في الخمسينيات والستينيات من القرن العشرين بسبب القيود على رأس المال والتحويل ولكنها أصبحت أكثر شيوعا منذ السبعينيات من القرن العشرين وتحدث بالترادف مع أزمة العملة.²

2- أزمة العملة وأسعار الصرف

وتسمى كذلك أزمة النقد الأجنبي، وتحدث عندما تؤدي إحدى هجمات المضاربة على عملة بلد ما إلى تخفيض قيمتها وإلى هبوط حاد فيها.³

وتؤدي هذه الأزمة إلى تأثير جوهري في قدرة العملة على تأدية دورها كمخزن للقيمة أو كوسيط للتبادل.⁴

ومع أن القرارات المتعلقة بتعويم العملة أو خفض سعر صرف العملة هي قرارات تتخذها السلطات النقدية في الدولة بصورة طوعية، غير أن هذه القرارات تكون قرارات مهمة وجوهريّة في كثير من الظروف خصوصا في حالة القصور في تدفقات رأس المال الأجنبي وفي حالة وجود تزايد في التدفقات الخارجة.⁵

1- يوسف أبو فارة، قراءة في الأزمة المالية العالمية 2008، جامعة القدس المفتوحة، فلسطين، ص: 6.

2- كمال رزق وحسن توفيق، مرجع سبق ذكره، نوفمبر 2009، ص: 7.

3- أحمد زغدار وناصر المهدي، الأزمة المالية الآسيوية والأزمة العقارية الأمريكية، الملتقى الدولي الثاني "الأزمة المالية الراهنة والبدايات المالية والمصرفية"، المركز الجامعي حميس مليانة، الجزائر، 5-6 ماي 2009، ص: 6.

4- يوسف أبو فارة، مرجع سبق ذكره، ص: 6.

5- نفس المرجع أعلاه، ص: 6.

3- أزمة المديونية

تحدث أزمة الديون عندما يتوقف المقرض عن السداد، أو عندما يعتقد المقرضون أن التوقف عن السداد ممكن الحدوث ومن ثم يتوقفون عن تقديم قروض جديدة، ويحاولون تصفية القروض القائمة، وقد ترتبط أزمة الديون بدين تجاري (خاص)، أو دين سيادي (عام). كما أن المخاطر المتوقعة بأن يتوقف القطاع العام عن سداد التزاماته، قد تؤدي إلى هبوط حاد في تدفقات رأس المال الخاص إلى الداخل، وإلى أزمة في الصرف الأجنبي.¹

4- أزمة الأسواق المالية

تحدث نتيجة ما يعرف بظاهرة الفقاعات، حيث سرعان ما تنفجر فتؤدي إلى تدهور في مؤشرات الأسواق المالية، ويصاب أصحاب الأوراق المالية بالذعر، فيقومون ببيع أوراقهم المالية حتى بأدنى الأسعار، وتحدث أزمة الأسواق المالية عند انهيار مؤشرات البورصة بأكثر من 20% مدة ثلاثين يوماً متتاليين على ما كانت عليه المؤشرات قبل ذلك، وتحدث نتيجة تدهور مفاجئ وسريع لأسعار الأسهم والسندات.² وتحدث أزمة الأسواق المالية عندما يتعاطم الاتجاه نحو بيع الأسهم فتبدأ الأسعار في التراجع والهبوط، وتحدث حالة الانهيار، وتمتد آثار ذلك إلى أسعار الأسهم الأخرى.

المطلب الثاني: المؤشرات الاقتصادية للأزمات المالية وأسباب حدوثها

منذ أن وقعت الأزمات المالية في أمريكا اللاتينية وشرق آسيا كرست المنظمات الدولية المهتمة بالنظام الاقتصادي والنقدي الدوليين والباحثون جهودهم في تتبع الأسباب والعوامل التي تؤدي إلى حدوث الأزمات المالية، وقد تحدث الأزمات لأسباب عديدة يمكن التنبؤ ببعضها، والبعض الآخر يصعب قياسه بدقة. ورغم أن لكل أزمة خصائصها وأسبابها، فإن هناك عوامل مشتركة توجد في هذه الأزمات.

أولاً: المؤشرات الاقتصادية للأزمات المالية

بالطبع لا توجد مؤشرات واضحة للدلالة على حدوث الأزمات مستقبلاً بشكل يقيني، وإلا أمكن معالجة الموقف بمجرد ظهورها، ومن ثم إمكانية تجنب الأزمة. وفي الحقيقة هناك مجموعة المؤشرات الدالة فقط على

1- كمال رزيق وحسن توفيق، مرجع سبق ذكره، نوفمبر 2009، ص: 7.

2- نفس المرجع أعلاه، ص: 7.

مواقف تتسم بتزايد مخاطر التعرض للأزمات، والمنهج الشائع للاستخدام هو بناء "نظام للإنذار المبكر"، يعني تحديد مجموعة من المتغيرات الاقتصادية التي يختلف سلوكها في الفترة التي تسبق الأزمة عن سلوكها المعتاد، فمن خلال مراقبة هذه المتغيرات يمكن التنبؤ بوقوع الأزمة.¹

وتتبع أهمية وقيمة نظم الإنذار المبكر بأنها تقدم أداة مستمرة للتوجيه والإنذار والتحذير لمتخذي القرار وواضعي السياسات باحتمال تعرض الاقتصاد لأزمة مالية أو أزمة عملة، وتقوم بتعريفهم باحتمالات الحدوث في وقت مبكر قبل وقوع الحدث لاتخاذ ما يلزم من سياسات وإجراءات وقائية أو مانعة من وقوع الأزمات.²

وهناك مخاطر عديدة في أنشطة البنوك ومهمة نظم الإنذار المبكر هي توجيه النظر لهذه المخاطر، وتشمل مخاطر الائتمان والسيولة والسوق ومخاطر التشغيل أو مخاطر الأعمال والاكتشاف المبكر لهذه المخاطر سوف يساعد واضعي السياسات في اتخاذ إجراءات وقائية لمنع حدوثها أو الحد من الآثار المترتبة عليها بتقليل الخسائر لأدنى حد ممكن إذا لم تكن هناك إمكانية لتجنب هذه المخاطر، بجانب ذلك تجنب تكرار حدوث هذه المخاطر.

ويتسع نطاق المتغيرات، ويتوقف اختيار بعضها دون البعض الآخر على فهم كل شخص لأسباب الأزمة، فقد أظهرت دراسة أجريت على عينة شملت 53 دولة متقدمة ومختلفة خلال الفترة 1975-1997 أن سلوك بعض المتغيرات الاقتصادية الأساسية مثل أسعار الصرف، مؤشرات الأسواق النقدية والمالية، قد اختلفت عن سلوكها المعتاد قبل حدوث الأزمة بسنة أو سنتين. ويمكن تصنيف أهم المؤشرات الاقتصادية الدالة على إمكانية تعرض دولة ما لأزمات في سوق الأوراق المالية والعملات في صنفين هما:³

- التطورات في السياسة الاقتصادية الكلية.

- الخصائص الهيكلية للسوق (البنوية).

ويمكن توضيح المؤشرات الاقتصادية لكل صنف في الجدول أدناه :

1- عبدالسلام زايدى ويزيد مقران، مرجع سبق ذكره، ص: 6-7.

2- عبد النبي إسماعيل الطويحي، التنبؤ المبكر بالأزمات المالية باستخدام المؤشرات المالية القاندة، جامعة أسيوط، ص: 6.

3- عبدالسلام زايدى ويزيد مقران، مرجع سبق ذكره، ص: 7.

الجدول رقم (3-1): المؤشرات الاقتصادية التقليدية الدالة على وقوع الأزمات المالية

التطورات في الاقتصاد الكلي	الخصائص الهيكلية أو البنوية
- ارتفاع معدل التضخم	- انخفاض معدلات التبادل
- نمو سريع في التدفق النقدي	- إستراتيجية النمو المتزايد في الصادرات
- انخفاض حقيقي لمعدل نمو الصادرات	- قطاع التصدير أكثر تركيزا
- عجز مالي متزايد	- ارتفاع معدل التغير للديون الخارجية
- ارتفاع معدل التبادل بالنسبة للاتجاه السائد	- ارتفاع حجم الدين الخارجي قصير الأجل
- النمو السريع في الاعتمادات المالية المحلية كنسبة مئوية من الناتج الوطني المحلي	- تحرير سوق المال الحديث
- ارتفاع نسبة القروض غير المنتجة إلى إجمالي القروض	- إطار ضعيف للإشراف على الأموال وتنظيمها
- ارتفاع نسبة العجز في الحسابات الجارية كنسبة مئوية من الناتج الوطني الإجمالي	- أسواق الائتمان مضمونة بأصول مالية أو عقارية
- نمو الديون الخارجية وزيادة الديون في العملات الأجنبية	- انخفاض الاكتتاب في سوق الأسهم
- انخفاض الاحتياطي العالمي	- سيطرة بعض المؤسسات على سوق الأسهم
- انخفاض النمو الاقتصادي الحقيقي	- الرقابة على دخول السوق والخروج منه
- ارتفاع معدل الأسعار والأرباح	
- ارتفاع معدلات الفائدة المحلية وارتفاع معدل البطالة	

المصدر: عبد الحكيم مصطفى الشرقاوي، العولمة المالية وإمكانات التحكم في عدوى الأزمات المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2005، ص: 39.

ثانيا: أسباب حدوث الأزمات المالية

تتعدد وتتوزع أسباب حدوث الأزمات بحسب ظروف كل دولة، فلا يمكن إرجاع الأزمات المالية إلى سبب واحد أو سببين، فهناك جملة من الأسباب تتضافر في آن واحد لإحداث أزمة مالية، ويمكن إيجاز أهم الأسباب فيما يلي:

1- عدم استقرار الاقتصاد الكلي

تعتبر التقلبات في شروط التبادل التجاري من أهم مصادر الأزمات الخارجية، فعندما تنخفض شروط التجارة يصعب على زبائن البنوك المشتغلين بنشاط ذات علاقة بالتصدير والاستيراد الوفاء بالتزاماتهم، خصوصا خدمة الديون. وتشير بيانات البنك الدولي إلى أن حوالي 75% من الدول النامية التي تعرضت لأزمة مالية شهدت انخفاضا في شروط التبادل التجاري بحوالي 10% قبل حدوث الأزمة.

وتعتبر التقلبات في معدلات الفائدة العالمية أحد المصادر الخارجية المسببة للأزمات المالية في الدول النامية. فالتغيرات الكبيرة في معدلات الفائدة عالميا لا تؤثر فقط في تكلفة الاقتراض بل الأهم من ذلك أنها تؤثر في تدفقات الاستثمار الأجنبي المباشر إلى الدول النامية ودرجة جاذبيتها. ويقدر أن السبب المباشر لما بين 50 و67% من تدفقات رؤوس الأموال من الدول النامية وإليها خلال حقبة التسعينيات كان التقلبات في معدلات الفائدة عالميا.

كما تعتبر التقلبات في أسعار الصرف الحقيقية المصدر الثالث من مصادر الاضطرابات في المستوى الاقتصادي الكلي، وهي كانت سببا مباشرا أو غير مباشر لحدوث العديد من الأزمات المالية. وأكدت دراسات مختلفة هذه الحقيقة، وأظهرت أن 22 دولة نامية في أمريكا الجنوبية عانت اضطرابات في أسعار الصرف الحقيقية بمعدل أعلى من أي إقليم في العالم، بما في ذلك دول جنوب شرق آسيا. وذكرت الدراسة أن وقوع الأزمات المالية أحدث ارتفاعا حادا في أسعار الصرف الحقيقية كأحد آثار ارتفاع الأرباح في قطاع التجارة الخارجية أو ارتفاع معدلات الفائدة المحلية.

أما في الجانب المحلي، فهناك التقلبات في معدل التضخم التي تعتبر عنصرا حاسما في قدرة القطاع المصرفي على القيام بدور الوساطة المالية، وخصوصا منح الائتمان وتوفير السيولة.¹

1- عابد شريط، معدل الفائدة ودورية الأزمات في الاقتصاد الرأسمالي، ملف الأزمات المالية وتداعياتها الاقتصادية، بحوث اقتصادية عربية، العددان 48-49، 2010/2009، ص ص: 50-51.

2- عدم تماثل المعلومات

تعد مشكلة عدم تماثل المعلومات من بين أهم العوامل الأساسية التي تؤدي إلى عدم الاستقرار المالي والإسهام في حدوث أزمات مالية ومصرفية، وهي تعبر عن موقف يكون أحد أطراف المتعاملين الماليين لديه معلومات أكثر من الآخرين مما يترتب على ذلك أن الطرف الآخر لن يستطيع تقييم المخاطر بشكل سليم وينتج عنه اتخاذ قرارات خاطئة. كما يترتب عليها تزايد المخاطر المعنوية، في نفس الوقت تنشأ ظاهرة ما يسمى بالمستفيد المجاني، حيث لا يستطيع من لديه المعلومات منع الآخرين من الاستفادة منها، كل ذلك ممكن أن يعوق التشغيل الكفاء للنظام المالي والمصرفي وانتشار ما يسمى سلوك القطيع وانتشار العدوى (سريان الإشاعات).¹

3- اضطراب القطاع المالي

شكل التوسع في منح الائتمان وتدفقات كبيرة لرؤوس الأموال من الخارج وانحياز أسواق الأوراق المالية، القاسم المشترك الذي سبق حدوث الأزمات المالية في حالة دول جنوب شرق آسيا، فقد شهد القطاع المالي في تلك الدول خلال حقبة الثمانينيات والتسعينيات توسعا كبيرا، تزامن مع الانفتاح الاقتصادي والتجاري والتحرر المالي غير الوقائي وغير الحذر بعد سنوات من الانغلاق وسياسات الكبت المالي بما في ذلك ضغط الاقتراض وصغر حجم ودور القطاع المالي في الاقتصاد. فقد عانت تلك الدول من عدم التهيئة الكافية للقطاع المالي وضعف واضح في الأطر القانونية والتنظيمية. فمن ناحية، أدى التوسع في منح الائتمان إلى حدوث ظاهرة تركيز الائتمان سواء في نوع معين من القروض مثل القروض الاستهلاكية أو العقارية كما في حالة الأزمة المالية في كوريا الجنوبية أو لقطاع واحد كالقطاع الحكومي أو الصناعي أو التجاري كما حدث في حالة الأزمة المالية في تايلاند. ومن الأمور التقليدية في جميع الأزمات المالية التي شهدتها الدول النامية، حصول انتعاش كبير في منح القروض، ولم تقتصر هذه الظاهرة على الدول النامية فحسب بل شملت أيضا الدول الصناعية مثل فنلندا والنرويج والسويد واليابان والولايات المتحدة الأمريكية.

كما كانت انتكاسة سوق الأوراق المالية هي القاسم المشترك في العديد من الأزمات المصرفية في الدول النامية، وكانت الانتكاسة أكبر في الدول النامية مقارنة بالدول الصناعية خلال حقبة الثمانينيات والتسعينيات، ودلت دراسة ميشكين Mishkin سنة 1994 أن من الدلالات الظاهرة والقوية التي تسبق حدوث الأزمات المالية انهيار سوق الأوراق المالية بصورة متكررة كما حدث في فنزويلا في بداية التسعينيات.²

1- عبد النبي إسماعيل الطوخي، مرجع سبق ذكره، ص: 4.

2- عبد السلام زايدوي وي زيد مقران، مرجع سبق ذكره، ص ص: 9-10.

4- التحرير المالي غير الوقائي

يؤدي التحرير المتسارع وغير الوقائي للسوق المالية بعد فترة كبيرة من الانغلاق والتقيد إلى حدوث الأزمات المالية. فمثلا عند تحرير أسعار الفائدة، فإن المصارف المحلية تفقد الحماية التي كانت تتمتع بها في ظل تقييد أسعارها، و يترافق ذلك أيضا مع التوسع في منح الائتمان والذي بدوره يؤدي إلى ارتفاع أسعار الفائدة المحلية خصوصا في القروض العقارية أو القروض المخصصة للاستثمار في سوق الأوراق المالية. كذلك، فإن التحرير المالي يؤدي إلى استحداث مخاطر ائتمانية جديدة للمصارف والقطاع المالي قد لا يستطيع العاملون في المصارف تقييمها والتعامل معها بحذر ووقاية. كما أن التحرير المالي يعني دخول مصارف أخرى إلى السوق المالية ما يزيد الضغوط التنافسية على المصارف المحلية لاسيما في أنشطة ائتمانية غير مهيأة لها وقبول أنواع جديدة من المخاطر قد لا يتحملها المصرف، ومن دون الإعداد والتهيئة الرقابية اللازمة قبل التحرير المالي، فإن المصارف قد لا تتوفر لها الموارد أو الخبرات اللازمة للتعامل مع هذه النشاطات والمخاطر الجديدة.¹

5- ضعف النظم المحاسبية والإفصاح والأطر القانونية

إذا كان الهيكل المؤسسي الذي تعمل في إطاره البنوك هشاً أو ضعيفاً، فإن أداء البنوك يستأثر بشكل سيئ، ويرى معظم المحللين أن النظم المحاسبية المتبعة وإجراءات الإفصاح المحاسبي وكذلك الإطار التشريعي تعتبر من معوقات فعالية جهاز السوق وممارسة الإشراف الفعال على البنوك، وأوجه الضعف هذه تؤدي إلى تدهور معدلات الربحية، ولا يستطيع المستثمر الخاص أو المشرفون على الرقابة في البنوك إدارة وتنظيم البنوك التي ترتكب أخطاء بدون معلومات تتسم بالدقة والموضوعية والشمول حول المقدرة الائتمانية للعملاء والمقترضين وإذا كان النظام التشريعي يتسم بالتعقيد وبطء الإجراءات وطول مدتها سواء للبنوك للمطالبة بحقوقها تجاه المقترضين أو في حالات الإفلاس فإن النتيجة هي ارتفاع خسائر البنوك وارتفاع تكاليف الإقراض.²

6- التعثر المصرفي

قد تتوسع بعض المصارف في سياسات الإقراض في مرحلة الازدهار الاقتصادي نتيجة لأسباب عديدة منها الرغبة في الحصول على حصة أكبر من السوق بسبب دوافع المنافسة والأرباح، التدخل الحكومي المتزايد والضوابط غير المحكمة على الإقراض... إلخ، هذا ما يؤدي إلى تحميل البنك للمزيد من المخاطر التي تؤدي إلى انخفاض القيمة السوقية لأصول البنك نظرا لوجود نسبة كبيرة من القروض المتعثرة.

1- عبد القادر بريش ومحمد طرشي، التحرير المالي وعدوى الأزمات المالية، المنتدى الدولي الثاني "الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية المصرفية، المركز الجامعي خميس مليانة، الجزائر، 5-6 ماي 2009، ص ص: 10-11.

2- عبد النبي إسماعيل الطوخي، مرجع سبق ذكره، ص: 6.

ويمكن تعريف القروض المتعثرة على أنها تلك القروض التي لا يقوم المقرض بتسديدها حسب جدول السداد المتفق عليه، مع ملاحظة المقرض في تزويد البنك بالبيانات والمستندات المطلوبة. وللتأخير في السداد أسباب كثيرة منها عدم القدرة أو عدم الرغبة في السداد، أما إذا كان التأخير بسبب عدم القدرة على السداد، فإن القرض يدخل في عداد القروض المتعثرة.¹

7- تشوه نظام الحوافز

دلّت التجارب العالمية على أن الإدارات العليا في المصارف وقلة خبرتها، كانت من الأسباب الأساسية للأزمات المصرفية وأن عملية تعديل هيكل المصرف وتدوير المناصب الإدارية لم تنجح في تفادي حدوث الأزمات أو الحد من آثارها لأن نفس الفريق الإداري ظل في مواقع اتخاذ القرارات بحيث لم يحدث تغير حقيقي في الإدارة وطريقة تقييمها وإدارتها لمخاطر الائتمان. ودلت التجارب كذلك على أن الإدارات العليا في حالات متعددة نجحت في أن تخفي الديون المدومة للمصرف لسنوات وذلك نتيجة لضعف الرقابة المصرفية من ناحية وضعف النظم والإجراءات المحاسبية من ناحية أخرى، وهذا الوضع جعل من الصعب التعرف إلى العلامات السابقة لحدوث الأزمات المالية والاستعداد الجيد لتفادي حدوثها والتخفيف من آثارها.²

8- سياسات سعر الصرف

يلاحظ أن الدول التي انتهجت سياسة سعر الصرف الثابت كانت أكثر عرضة للصدمات الخارجية، ففي ظل مثل هذا النظام يصعب على السلطات النقدية أن تقوم بدور مصرف الحل الأخير للإقراض بالعملات الأجنبية، حيث إن ذلك يعني فقدان السلطات النقدية لاحتياطياتها في النقد الأجنبي، وحدثت أزمة العملة، مثل حالة المكسيك والأرجنتين. وقد تمخض عن أزمة العملة ظهور العجز في ميزان المدفوعات ومن ثم نقص في عرض النقود وارتفاع أسعار الفائدة المحلية، مما يزيد من الضغوط تفاقم حدة الأزمة المالية على القطاع المصرفي.

وفي المقابل، وعند انتهاج سياسة سعر الصرف المرن، فإن حدوث أزمة العملة سوف يؤدي فوراً إلى تخفيض قيمة العملة، وإلى زيادة في الأسعار المحلية، مما يؤدي إلى تخفيض قيمة أصول وخصوم المصارف إلى مستوى أكثر اتساقاً مع متطلبات الأمان المصرفي.³

1- عبد القادر بربيش ومحمد طرشي، مرجع سبق ذكره، ماي 2009، ص: 12-13.

2- نفس المرجع أعلاه، ص: 11-12.

3- رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، 2006/2005، ص: 177.

المطلب الثالث : أهم أزمات الأسواق المالية العالمية

يرجع تاريخ الأزمات المالية العالمية إلى أواخر القرن التاسع عشر، وتبلورت في أزمة الكساد الكبير في 1929-1933، ولذلك فهي ليست ظاهرة جديدة في الاقتصاد العالمي. وخلال الثمانينيات والتسعينيات من القرن العشرين عانت كثير من الدول -سواء الصناعية أو الناشئة- من هذه الأزمات وبدرجات متفاوتة، ولا يمكن التعرض لجميع الأزمات لأنها عديدة، وتختلف أسبابها ومداهها لكن يمكن التعرض على سبيل الذكر وليس الحصر لأهم الأزمات .

أولاً: أزمة 1929

تعد أسوأ كارثة اقتصادية شهدتها الاقتصاد العالمي وتسمى أزمة الكساد العظيم.

1- عرض أزمة 1929

بدأت أسعار الأوراق المالية لبورصة نيويورك بالازدهار منذ عام 1924، واستمرت بالارتفاع على مدى خمس (05) سنوات إلى أن وصلت إلى أعلى مستوياتها في 24 أكتوبر 1929، وارتفع مؤشر داو جونز ارتفاعاً شديداً لم يسبق له مثيل. ففي 02 سبتمبر عام 1929، أقفل المؤشر عند 381 نقطة، وفي 02 أكتوبر من نفس العام انخفض المؤشر بما يعادل 49 نقطة، وفي 23 أكتوبر سجل المؤشر 306 نقطة. واستمر انخفاض أسعار الأوراق المالية بعد ذلك لمدة ثلاث سنوات، حيث أقفل المؤشر في 08 جويلية عام 1932 عند 41 نقطة فقط وهذا يعني أن المؤشر وصل حوالي 11% مما كان عليه 02 سبتمبر من عام 1929.¹

2- أسباب أزمة 1929

يعود انهيار أزمة 1929 إلى جملة من الانحرافات الحاصلة في أسواق الأوراق المالية منها:²

- المضاربة الوهمية وما نجم عنها من ارتفاع لأسعار الأسهم نتيجة الآمال، وليس لأن توزيع أرباح الشركات في ارتفاع، أي أن الأسعار تتصاعد وتصل إلى مستوى لا يقابل أبداً أرباح الشركات.

1- حسين عبد الجليل آل غزوي، حكومة الشركات وأثرها على مستوى الإفصاح في المعلومات المحاسبية، رسالة ماجستير، الأكاديمية العربية في الدانمارك، 2010، ص:

18.

2- كمال العقريب وسيد علي بلحمدي، مرجع سبق ذكره، ماي 2009، ص: 10.

- الارتفاع المستمر في أسعار الأسهم قبل الأزمة بشكل خارج عن المألوف بسبب التصريحات المتفائلة ووفرة الادخار وسهولة الاقتراض .

- اتساع تدهور الأسعار نتيجة فشل محاولات تنظيم السوق وعمليات البيع الشامل.

- مع بداية انخفاض الأسعار، سارع المضاربون والمستثمرون الذين يرغبون في التغطية إلى بيع المزيد من الأسهم على المكشوف مما أسهم في المزيد من تدهور الأسعار.

- الممارسات غير الأخلاقية، ومن أهمها:¹

البيع الصوري، الشراء بغرض الاحتكار، استغلال ثقة العملاء، اتفاقيات التلاعب في أسعار الأوراق المالية.

3- النتائج المترتبة

يمكن تلخيص النتائج المترتبة على أزمة 1929 في النقاط التالية:²

- امتدت آثار هذه الأزمة إلى خارج الولايات المتحدة الأمريكية لتضرب دول أوروبا الغربية.

- فقدان شرعية القروض الأساسية للنظام الاقتصادي الكلاسيكي الحر.

- قيام الاقتصاديين في الغرب بالبحث عن حلول لمشكلات الاقتصاد الحر.

- ظهرت النظرية الكنزوية لتؤكد على ضرورة تدخل الدول في الحياة الاقتصادية.

ثانياً: أزمة البورصات 1987 (أزمة يوم الاثنين الأسود)

وهي من الأزمات المهمة التي واجهت الاقتصاد الرأسمالي وحدثت في الولايات المتحدة الأمريكية أيضاً،

وكان وقت حدوثها يوم الاثنين بتاريخ 19 أكتوبر 1987 الذي أطلق عليه اليوم الاثنين الأسود.

1- رشيد بوكساني ، مرجع سبق ذكره، 2006/2005، ص: 180.

2- حازم السيد حلمي عطوة مجاهد، تداعيات الأزمة المالية الحالية عالمياً وأثرها على الوطن العربي، المؤثر العلمي السنوي الثالث عشر "الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية"، جامعة المنصورة، 1-2 أبريل 2009، ص: 04.

1- عرض أزمة البورصات 1987

بدأت الأزمة في اللحظات الأولى للافتتاح في يوم الاثنين الموافق لـ 19 أكتوبر من عام 1987، وذلك بسبب خلل في التوازن بين العرض والطلب، جراء سيل متدفق من أوامر البيع لم يسبق له مثيل ليس فقط في الأسواق الحاضرة بل وأيضا في سوق العقود المستقبلية. وعلى الرغم من الانخفاض في كافة الأسواق حتى نهاية الأسبوع، أي إلى يوم الجمعة 16 أكتوبر، غير أن الانخفاض عند الافتتاح في يوم الاثنين كان كبيرا حيث بلغ في المتوسط حوالي 22.6% مقارنة بأسعار الإقفال في يوم الجمعة السابق.¹ هذا عن الولايات المتحدة الأمريكية أما بالنسبة لباقي دول العالم، فإن الأمر يختلف، وهذا ما يوضحه الجدول الموالي:

جدول رقم (3-2): نسب التغيير في قيم مؤشرات 15 دولة خلال عام 1987 وشهر أكتوبر من نفس العام

الدول	أكتوبر 1987	عام 1987	أكتوبر 1987	عام 1987
	بالعملة المحلية	بالعملة المحلية	بالدولار	بالدولار
أستراليا	41.8-	3.6-	44.9-	4.7+
بلجيكا	23.2-	15.5-	18.9-	3.1+
كندا	22.5-	4.0+	22.9-	10.4+
فرنسا	22.9-	27.8-	19.5-	13.9-
ألمانيا	22.3-	36.8-	17.1-	22.7-
هونغ كونغ	45.8-	11.3-	45.8-	11.0-
إيرلندا	29.6-	12.3-	25.4-	4.7+
ماليزيا	39.8-	6.9+	39.3-	11.7+
المكسيك	35.0-	158.9+	37.6-	5.5+
نيوزيلندا	29.3-	38.7-	36.0-	23.8-
النرويج	30.5-	14.0-	28.8-	1.7+
سنغافورا	42.2-	10.6-	41.6-	2.7-
جنوب إفريقيا	23.9-	8.8-	29.0-	33.5+
إسبانيا	27.7-	8.2	23.1-	32.6+
انكلترا	26.4-	4.0	22.1-	32.5+

المصدر: منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، 1999، ص: 590.

1- منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، 1999، ص: 587.

2- أسباب أزمة البورصات 1987

تعود انهيارات أزمة البورصات لعام 1987 إلى أسباب تتعلق بكفاءة السوق، وأخرى تتعلق بمتغيرات تنظيمية ترتبط بالسوق الأمريكية.

2-1- أسباب تتعلق بكفاءة السوق

ظهرت تفسيرات متناقضة، ومنها ما يقضي بأن ما حدث في أكتوبر لا يخرج عن كونه رد فعل مبالغ فيه من قبل المستثمرين، وتفسير آخر يقضي بأن ما حدث لا يخرج عن كونه رد فعل متأخر لتصحيح أوضاع سابقة، وكلا التفسيرين يشير إلى أن السبب يرجع إلى عدم كفاءة السوق أو على الأقل ضعف تلك الكفاءة، أما التفسير الثالث فيقضي بأن ما حدث ما هو إلا انعكاس لمعلومات غير سارة عن حالة الاقتصاد المستقبلية. وإذا ما صح هذا التفسير، فإن ما حدث لا ينبغي أن يوصف بأنه أزمة، بل إنه منقذ من أزمة عنيفة كانت على وشك أن تعصف باقتصاديات العالم بأسره، بل وربما كانت أكثر عنفا من أزمة أكتوبر من عام 1929.¹

2-2- أسباب تتعلق بمتغيرات تنظيمية

نشأ الادعاء بأن سوق العقود المستقبلية كانت سببا في حدوث التدهور في أسعار الأسهم في السوق الحاضرة، من الطريقة التي تواجه بها تلك السوق الخلل بين العرض والطلب.

فعلى عكس السوق الحاضرة التي تواجه الخلل بتأن حتى لا تحدث تغيرات سعرية كبيرة في الأسعار، فإن الأسعار في أسواق العقود تقفز مباشرة إلى المستوى الذي عنده يحدث التوازن بين أوامر البيع وأوامر الشراء، وهذا ما حدث أثناء الأزمة، فقد نجم عن تجمع أوامر البيع في ليلة الاثنين الأسود إلى حدوث انخفاض كبير عند افتتاح بورصة العقود في ذلك اليوم، وقبل أن يبدأ التعامل في السوق الحاضرة بسبب تأجيل الافتتاح.²

3- نتائج أزمة البورصات 1987

انهيار السوق بمقدار 508 نقطة، هبوط بنسبة 22.5% وتلك أكبر خسارة في يوم واحد في التاريخ، بل إنها أكبر من تلك التي كانت في ذلك اليوم الذي بدأ فيه الكساد العظيم عام 1929.³

ومن أهم نتائج أزمة البورصات لعام 1987 ما يلي:

1- منير إبراهيم هندي، مرجع سبق ذكره، 1999، ص: 593.

2- نفس المرجع أعلاه، ص: 632.

3- آلان جرينسبان، عصر الاضطرابات مغامرات في عالم جديد، دار الشرق، القاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 2008، ص: 132.

- تعرض البنوك الدائنة إلى أزمة إفلاس.
- الخسارة الكبيرة لاحتياطي الشركات الكبرى.
- فقدان جزء مهم من الادخار المحلي الذي كان يحتفظ به الأفراد والشركات.

ثالثا : أزمة دول جنوب شرق آسيا 1997

تعتبر أزمة دول جنوب شرق آسيا من أشهر الأزمات المالية الحالية، وبالنظر إلى تاريخ هذه الدول وما حقته من سجل رائع في الأداء الاقتصادي على مدى ثلاثة عقود، حيث تميز هذا الأداء بالنمو السريع والتضخم المنخفض واستقرار الاقتصاد الكلي.

1- عرض أزمة دول جنوب شرق آسيا 1997

بدأت الأزمة الآسيوية باعتبارها أزمة عملة سرعان ما تطورت لتقود إلى أزمات النظام المالي وأزمات تفجر مديونيات، وكانت بداية تفجر الأزمة في تايلاند بتاريخ 02 جويلية 1997، عندما أعلنت حكومتها -بعد محاولات مضنية من جانبها للحفاظ على سعر الصرف- فك ارتباط عملتها الوطنية البات BAHT بالدولار الأمريكي، وشرعت في تعويمها، وتبع ذلك في نفس اليوم انخفاض سعر البات بنسبة 20 %، وكان تراجع مستوى الاحتياطيات النقدية التايلاندية من العملات الأجنبية هو أحد الأسباب التي عجلت تعويم البات. ومن ناحية أخرى، انخفضت أسعار الأسهم في بورصة تايلاند في 29 جويلية 1997 بنسبة 51.2 % على المستوى السائد في 30 جوان (يونيو) 1997.

وقد امتد أثر الأزمة إلى أسواق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث انخفض مؤشر داو جونز في الولايات المتحدة الأمريكية في 27 أكتوبر 1997 بنسبة 7.2 %¹.

2- أسباب أزمة دول جنوب شرق آسيا 1997

اجتمعت مختلف الآراء على أن العامل الرئيسي الذي أدى إلى بداية الأزمة الآسيوية تمثل في الضعف المالي الذي شمل أربعة جوانب مترابطة هي كما يلي:²

1- عاطف وليم أندوراس، مرجع سبق ذكره، 2005، ص: 181-183.

2- محمد علة، الدولة ومشاكل عدم استقرار النقد وأثر الدولار على الاقتصاد الجزائري، مذكرة تخرج مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص التحليل الاقتصادي، كلية العلوم الاقتصادية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2002/2003، ص: 16.

- كثير من المؤسسات المالية والشركات بالدول المتأثرة بالأزمة كان يقترض بالعملة الأجنبية بدون تحوط كاف، الأمر الذي جعلها تتعرض إلى أخطار انخفاض قيمة عملاتها.
- مثلت الديون قصيرة الأجل حجما كبيرا في إجمالي الديون، في حين كانت الأصول المالية طويلة الأجل، وكانت النتيجة أن تدافع المودعون على سحب ودائعهم من المصارف بصورة غير عادية.
- كانت أسعار الأسهم والعقارات قد ارتفعت بشكل كبير قبل الأزمة، الأمر الذي أدى إلى حدوث انكماش شديد في أسعار الأصول.
- سوء تخصيص الائتمان، حيث أثبتت المشاكل المتزايدة في المصارف وغيرها من المؤسسات المالية الأخرى - قبل اندلاع الأزمة - ضعف النظم المصرفية وسوء إدارة وتوجيه الشركات والافتقار إلى شفافية القطاع المالي.

3- نتائج أزمة دول جنوب شرق آسيا 1997

- أدت الأزمة المالية لدول جنوب شرق آسيا إلى إلحاق العديد من الأضرار على اقتصادياتها وعلى مناخها السياسي والاجتماعي، وكذا أثرت الأزمة على الاقتصاديات العالمية للدول النامية والمتطورة على حد السواء، ويمكن تقسيم هذه الآثار إلى:¹
- أثر ذلك فورا على دول أخرى مثل الفلبين وإندونيسيا وكوريا الجنوبية وغيرها.
- تفاقمت الأزمة حيث تزايد حجم الدين الخارجي لأربع دول من أكبر الدول الآسيوية إلى أن بلغ 180% من حجم إجمالي الناتج المحلي لها.
- تدخلت المؤسسات الدولية وبصفة خاصة صندوق النقد الدولي، فتم طرح حزمة سياسات لإنقاذ الوضع شريطة قيام تلك الدول بتنفيذ برامج معينة للإصلاح الاقتصادي والهيكلي كما حدث في أندونيسيا وكوريا الجنوبية ودول أخرى، فيما عدا ماليزيا التي رفضت هذه الحزمة.

1- حازم السيد حلبي عطوة مجاهد، مرجع سبق ذكره، أبريل 2009، ص: 5.

المبحث الثاني: الأزمة المالية العالمية 2008

تعد الأزمة المالية العالمية لعام 2008 من أعنف الأزمات التي عصفت بالاقتصاد العالمي بعد أزمة الكساد لعام 1929، وأن آثارها ستمتد لفترة طويلة وستطال دول العالم غنيها وفقيرها، وهي ليست وليدة اللحظة بل تراكمات لأزمة النظام الاقتصادي الرأسمالي منذ بداياته. وتأتي خطورة هذه الأزمة كونها انطلقت من الاقتصاد الأمريكي الذي يشكل أكبر اقتصاد في العالم بحجم يبلغ 14 تريليون دولار، وتشكل تجارته الخارجية أكثر من 10% من إجمالي التجارة العالمية، هذا بالإضافة إلى أن عملتها تشكل ما لا يقل عن 60% من السيولة العالمية.

المطلب الأول: جذور الأزمة المالية العالمية وأهم مراحلها

تشير حل التحليل الاقتصادية المعاصرة والمتاحة إلى أن جذور الأزمة المالية العالمية تعود بصورة رئيسية إلى بداية القرن الواحد والعشرين، فقد حصلت تراجعات مهمة في أداء الأنشطة الإنتاجية لاقتصاديات الدول المتقدمة صناعيا وبالذات اقتصاد الولايات المتحدة الأمريكية، التي يشكل اقتصادها قاطرة النمو في الاقتصاد العالمي. بالإضافة إلى تداخل جملة من الأسباب العينية والنقدية والمالية والتنظيمية، إلى أن بدت الأزمة للعيان مع بداية عام 2007، ومنذ ذلك التاريخ والأزمة تتمدد وتتفاقم في صورة انهيارات متتالية لعدة مؤسسات مالية كبرى من بنوك وشركات تأمين وشركات التمويل العقاري وصناديق الاستثمار.

أولا : جذور الأزمة المالية العالمية

لم تحدث الأزمة المالية والاقتصادية الطاحنة التي كشفت عن أنيابها في سبتمبر 2008 بين يوم وليلة بل ظلت عواملها تتفاعل في أحشاء الاقتصاد الأمريكي والرأسمالي بصفة عامة منذ عدة عقود بسبب تحولات هيكلية في تلك الاقتصاديات والسياسات المالية والنقدية. لذا، سبقت هذه الأزمة العديد من الأزمات إلا أن هذه الأخيرة هي الأكثر حدة وخطورة في دوائر تأثيرها على الاقتصادات الفاعلة عالميا إلى الاقتصادات والدول الأخرى .

ففي سبعينيات القرن العشرين ظهر بما يسمى العولمة النيو ليبرالية، حيث مرت المراكز الرأسمالية الكبرى خاصة الولايات المتحدة الأمريكية بعملية نزع "التصنيع" لا تصنيع، انتقلت بموجبها الرأسمالية الغربية من

الاعتماد على الأسواق المحلية القومية إلى الشكل المتعولم الحالي من العولمة عبر نقل الصناعات الثقيلة الملوثة إلى الصين والهند وغيرها. وترافق ذلك مع " تحرير " أسواق المال ونزع كل القيود المنظمة لها، مما أدى إلى هجرة جماعية لرؤوس الأموال إلى "الجنات الآسيوية"¹.

بدأت الأزمة بعد تزايد حدة قلق المتعاملين في أسواق المال بسبب التوسع الهائل للأسواق المالية والظروف التي تمر بها أسواق الائتمان في العالم، والتي ارجع المحللون معظمها إلى المشاكل التي تعرضت لها سوق الإقراض العقاري، التي ظهرت لأول مرة في الولايات المتحدة الأمريكية، حيث لم تكن في عمليات التمويل العقاري ما يسمى بقروض الدرجة الثانية إلا لمن يتصفون بالقدرة على الوفاء وفقا لمعايير صارمة في هذا المجال.

ومنذ عام 2000، بدأ التوسع في قروض الدرجة الثانية، مما ترتب عليه ظهور فئات قليلة الخبرة في هذه القروض، مما ترتب عليه مخاطر عالية. كما لحق الفوائد تغيرات عنيفة بدأت من 1% عام 2004 إلى 5.25% عام 2007، كما أن الجهات الممولة لم تكن تتحرى الدقة المطلوبة في فحص بيانات المقترضين.² ترتب على هذا أن زاد عدد المقترضين في سوق قروض الدرجة الثانية، والذين زاد عددهم عن ثلاثة (3) مليون في الولايات المتحدة الأمريكية، أصبحوا مطالبين بأقساط قروض يعجزون عن الوفاء بها، مما حدا بالبنوك الأمريكية إلى عرض هذه العقارات للبيع مما أدى إلى هبوط أسعارها وهبوط قيمة الدولار أمام العملات الأخرى. وترتب على ذلك خسائر لا تقل عن 600 مليار دولار، مما أدى إلى فشل وإفلاس العديد من المؤسسات المالية التي باشرت هذه التصرفات.³

وعلى هذا الصعيد، علقت قرابة 70 شركة رهن عقاري أمريكية عملياتها وأعلنت إفلاسها، أو عرضت للبيع منذ بداية عام 2006. وعلى الرغم من كل الإجراءات إلا أن هذا لم يؤدي إلى انتشار الظاهرة عالميا، والتي عبرت عن نفسها في تراجع أسواق المال في كل من تايلاند وماليزيا وهونغ كونغ وإندونيسيا وكوريا وسنغافورة وتايوان. كان تراجع سوق الصين أقل من نظيراتها الآسيوية، حيث أعلنت البنوك في الصين أنها لا تمتلك استثمارات مرتبطة بمشكلات الرهن العقاري الأمريكي. وفي أوروبا وصف المحللون المليون الأزمة هناك بأنها أزمة خطيرة تهدد النظام المالي الأوروبي ولكنها ليست كارثية. وقد تراجعت أسواق السويد وهولندا والنرويج وبلجيكا والنمسا والدنمارك وفنلندا، وانخفض مؤشر فاينانشيال تايمز البريطاني، وداكس الألماني، وكاك 40 الفرنسي، وقوستي البريطاني وميبتل الإيطالي، وتوبكس الأوسع نطاقا والذي سجل أدنى نقطة منذ

1 - علي فلاح المناصير ووصفي عبد الكريم الكساسبة، مرجع سبق ذكره، نوفمبر 2009، ص: 08-09.

2 - رمضان محمد أحمد الروبي، الأزمة المالية العالمية، حقائقها وسبل الخروج منها، المؤتمر العالمي السنوي الثالث عشر " الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية"، جامعة المنصورة، 1-2 أبريل 2009، ص: 06.

3 - نفس المرجع أعلاه، أبريل 2009، ص: 06.

نوفمبر 2006، ومؤشر نيكاي الياباني الذي أفل عند أقل معدل له منذ ثمانية أشهر، وذلك بعد أن انعكست مشاعر المستثمرين المضطربة بشكل واضح على مؤشر داو جونز الصناعي الذي اهتز بعنف لينخفض إلى مستويات أدنى من حاجز ال 13000 نقطة، بينما فقد مؤشر ناسداك نحو 1.7 من قيمته.¹

ثانيا: المراحل المهمة للأزمة المالية العالمية

فيما يلي أهم المراحل التي مرت بها الأزمة المالية التي اندلعت في بداية 2007 في الولايات المتحدة الأمريكية وبدأت تضرب أوروبا:²

- فيفري 2007، عدم تسديد قروض الرهن العقاري (الممنوحة لمدينين لا تتمتعون بقدره كافية على التسديد) يتكاثف في الولايات المتحدة الأمريكية، ويسبب أولى عمليات الإفلاس في مؤسسات مصرفية متخصصة.

- أوت 2007، بدأ القلق من الأزمة يزحف إلى المتعاملين في سوق الأوراق المالية مما حدا بينك الاحتياط الفيدرالي الأمريكي إلى التدخل لتدارك الأمر حتى لا تتسع الأزمة، غير أن هذا لم يمنع من انخفاض قيم أسهم الكثير من البنوك المتخصصة في الإقراض العقاري خلال الفترة من أكتوبر حتى ديسمبر 2007.

- أكتوبر ديسمبر 2007، عدة مصارف كبرى تعلى انخفاض كبير في أسعار أسهمها بسبب أزمة الرهن العقاري.

- 22 جانفي 2008، الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي يخفض معدل فائدته الرئيسية ثلاثة أرباع النقطة إلى 3.5% وهو إجراء ذو حجم استثنائي، وسيجري تخفيضه تدريجيا إلى 2% بين جانفي ونهاية أبريل 2008.

- وفي فيفري لسنة 2008، انتقلت عدوى الأزمة إلى بريطانيا، مما اضطر الحكومة إلى تأمين أحد أكبر البنوك بها وهو بنك " نور ذرن روك " ليكون أول بنك للإقراض العقاري في بريطانيا تؤمه الحكومة البريطانية.

- 11 مارس 2008، تضافر جهود المصارف المركزية مجددا لمعالجة سوق التسليفات .

- 16 مارس 2008، جي بي مورغان تشيس يعلن شراء بنك الأعمال الأمريكي (بير ستير نز) بسعر منخفض ومع المساعدة المالية للاحتياطي الفيدرالي.

1 - الشيخ الداوي، مرجع سبق ذكره، مارس 2009، ص ص: 12-13.

2 - نعيمة برودي وحامد أسامة صالح، تسونامي الرهن العقاري، بحث مقدم إلى مؤتمر "الأزمة المالية الدولية: تباطؤ الاقتصاد العالمي وآثاره على الاقتصاديات الأوروبية" جامعة بجاية - الجزائر - الفترة خلال 11-12 أكتوبر 2009، ص ص: 08-11.

- 24 أبريل 2008، قام يوبي إس السويسري بنشر نتائج التحقيقات الداخلية حول الأسباب الحقيقية وراء خسارته الفادحة جراء أزمة الرهن العقاري الأمريكية، والتي أدت إلى شطب 40 مليار دولار من أصوله، في أكبر خسارة يتعرض لها أول مصرف سويسري، والمصرف الثالث أوريبا، والأول عالميا في مجال إدارة الثروات الخاصة.

- وفي ماي 2008، اعترف وزير المالية البريطاني بأن الأزمة المالية دخلت منعطفًا جديدًا ينذر بدخولها مصاف الأزمات العالمية لخطورة النتائج التي توقع أن تسفر عنها، حيث توقع إغلاق ما يقارب ثلث شركات التسويق العقاري في بريطانيا، والبالغ عددها 12000 شركة خلال سنة 2008.

- خفض بنك إنكلترا المركزي سعر الفائدة الأساسي إلى 5% ونبه هذا إلى خطورة الأزمة على المستوى الدولي.

- 7 سبتمبر 2008، وزارة الخزانة الأمريكية تضع فريدي ماك وفاني ماي تحت الوصاية طيلة الفترة التي تحتاجها لإعادة هيكلة ماليتهما، مع كفالة ديونهما حتى حدود 200 مليار دولار.

- 15 سبتمبر 2008، اعترف بنك الأعمال " ليمن برادرز " بإفلاسه بينما يعلن أحد أبرز المصارف الأمريكية " بنك أف أمريكا " شراء بنك آخر للأعمال في وول ستريت هو " ميريل لينش "، وبالتالي يعلن عن أسوأ أزمة منذ 100 عام حيث يسقط رابع أكبر بنك أمريكي ليمن برادرز عن إفلاسه ليمثل صدمة عنيفة بأسواق المال وتراجع حاد بالبورصات. و 10 مصارف دولية تتفق على إنشاء صندوق للسيولة برأسمال 70 مليار دولار لمواجهة أكثر حاجاتها إلحاحا في حين توافق المصارف المركزية على فتح مجالات التسليف.

- 16 سبتمبر 2008، الاحتياطي الفيدرالي والحكومة الأمريكية تؤمnan أكبر مجموعة تأمين في العالم " أيه آي جي " المهددة بالإفلاس عبر منحها مساعدة بقيمة 85 مليار دولار مقابل امتلاك 97.9% من رأسمالها.

- 18 سبتمبر 2008، البنك البريطاني "لويدي إس بي" يشتري منافسه "إتش بي أو أس" المهدد بالإفلاس.

- 18 سبتمبر 2008، السلطات الأمريكية تعلن أنها تعد خطة 700 مليار دولار لتخليص المصارف من أصولها غير القابلة للبيع، والبنوك المركزية تضع مئات المليارات من الدولارات لتوفير السيولة وجهود مكثفة لإنقاذ كبرى شركات التأمين الأمريكية من مخاطر الإفلاس.

- 19 سبتمبر 2008، الرئيس الأمريكي جورج بوش يوجه نداء إلى التحرك فوراً حيال خطة لإنقاذ المصارف لتفادي تفاقم الأزمة في الولايات المتحدة الأمريكية، وشهدت أسعار البترول انخفاضا حادا في أسواق آسيا وأوروبا.

- 20 سبتمبر 2008، خطة عاجلة بتكثيف تريليون دولار تتضمن شراء الحكومة لأصول المؤسسات المتعثرة.

- 26 سبتمبر، انهيار سعر سهم المجموعة المصرفية والتأمين البلجيكية الهولندية فورتيس في البورصة بسبب شكوك حول قدرتها على الوفاء بالتزاماتها. وفي الولايات المتحدة الأمريكية يشتري بنك جي بي مورغان منافسه واشنطن ميوتشوال بمساعدة السلطات الفيدرالية.

- 27 سبتمبر، في أكبر انهيار في التاريخ المصرفي الأمريكي، الحكومة الأمريكية تغلق مؤسسة واشنطن ميوتشوال وتبيع أصولها لبنك جي بي مورغان.

- 28 سبتمبر، خطة الإنقاذ الأمريكية موضع اتفاق في الكونغرس وفي أوروبا يجري تعويم فورتيس من قبل سلطات بلجيكا وهولندا ولوكسمبورغ، وفي بريطانيا يجري تأمين بنك براد فورد وبينجلي.

- 29 سبتمبر، مجلس النواب الأمريكي يرفض خطة الإنقاذ، وبورصة وول ستريت تنهار، وكانت البورصات الأوروبية تراجع بقوة هي الأخرى في وقت سابق خلال النهار في حين واصلت معدلات الفوائد بين المصارف ارتفاعها مانعة المصارف من إعادة تمويل ذاتها. وقبل رفض الخطة أعلن بنك سيتي غروب الأمريكي أنه يشتري منافسه "واكوفيا" بمساعدة السلطات الفيدرالية. وفي البرازيل تم تعليق جلسة التداول في البورصة التي تسجل خسارة تفوق 10%.

- 01 أكتوبر 2008، مجلس الشيوخ يقر خطة الإنقاذ المالي بعد رفض مجلس النواب له في تصويت أول، والخطة تدعو لضخ 700 مليار دولار للبنوك والشركات المنهارة لتوفير السيولة واكتسابها القدرة على الإقراض مرة أخرى.

- ولم تسلم اليابان من هذه الأزمة حيث أعلنت شركة التأمين اليابانية "ياماتو" إفلاسها في 09 أكتوبر 2008 مما أدى إلى قيام البنك المركزي الياباني بمضاعفة السيولة النقدية التي اعتاد ضخها يوميا منذ اندلاع الأزمة حتى بلغ مجموعها في تاريخ الإفلاس هذه الشركة نحو 26 مليار دولار أمريكي.

- ومع بداية شهر نوفمبر، تم شراء بنك "فيفث ثيرد أوف غراند رايد" لأصول بقيمة 36 مليون دولار من بنك فريدموم "Freedom" البالغ 287 مليون دولار. أما باقي الأصول وكان معظمها قروض، فقد

احتفظت بما مؤسسة التأمين لتقرير مصيرها في وقت لاحق بعد أن قررت السلطات المالية الأمريكية إغلاقه، ليصبح الأخير هو البنك 17 الذي ينهار تحت تأثير أزمة الائتمان العقاري. وفيما يتعلق بودائع البنك المنهار فقد بلغت 254 مليون دولار، قام البنك المشتري بشرائها أيضا نظير مبلغ 2.9 مليون دولار.

- وفي نفس شهر نوفمبر 2008، قام كلا من مفوض المؤسسات المالية في كاليفورنيا والمؤسسة الاتحادية لتأمين الودائع بإغلاق بنك "سيكيورتي باسيفيك" بعد أن استحوذ بنك "باسيفيك ويسترن" على أصوله وكانت قيمتها 450.2 مليون دولار. فضلا عن هذا وبنهاية شهر نوفمبر 2008، أعلنت كل من وزارة الخزانة الأمريكية وبنك الاحتياط الفيدرالي ومؤسسة ضمان الودائع الفيدرالية حماية بنك سيتي غروب Citi group من خسائر محتملة تصل قيمتها إلى 306 مليار دولار مقابل حصول المؤسسات الثلاث الكبرى على أسهم تفضيلية في رأسماله يصل عائدها إلى 8%.

المطلب الثاني: قصة الأزمة المالية العالمية وأسباب حدوثها

الأزمة المالية هي اضطراب فجائي أو هزة قوية ضربت الاقتصاد الأمريكي، حدثت نتيجة التداعيات الناجمة عن أزمة الرهون العقاري، التي ظهرت على السطح عام 2007، بسبب فشل ملايين المقترضين لشراء المساكن والعقارات في الولايات المتحدة الأمريكية في تسديد ديونهم للبنوك، ثم انتقلت إلى البورصات الأوربية وبعد ذلك إلى الأسواق الآسيوية. من منطلق أن العالم يعيش عصر العولمة المالية وكذلك العولمة المصرفية التي تعني في أبسط معانيها عالم بلا حدود عالم بلا قيود قائم على الاعتماد الاقتصادي المتبادل.

أولاً: قصة الأزمة المالية العالمية

يهدف كل فرد إلى امتلاك عقار يسكن ويتدبر أمر معيشته فيه، والسياسة المتاحة أمامه تكمن في شراء العقار تقييماً، وتكون الإجراءات المتبعة عادة هي:¹

- الحصول على قرض بفائدة.

- ثم شراء عقار بأموال القرض.

1- سامر مظهر قنطججي، ضوابط الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمات المالية العالمية، دار النهضة، دمشق، سوريا، الطبعة الأولى، 2008، ص: 28.

فبعد القرض الذي يتم إبرامه بين المؤسسة المالية وبين المقترض نظير تمويله لشراء المنزل كان يتضمن شروطا مجحفة به أهمها:¹

- أسعار الفائدة متغيرة وليست ثابتة وتكون منخفضة في البداية ثم ترتفع مع الزمن.
- أسعار فائدة القرض العقاري ترتفع بصفة تلقائية، كلما رفع البنك المركزي أسعار الفائدة.
- إذا تأخر المقترض عن دفع أي قسط يحل أجله، فإن أسعار الفائدة تتضاعف بنحو ثلاث مرات.
- المدفوعات الشهرية خلال السنوات الثلاث الأولى تذهب كلها لسداد فوائد القرض، وهذا يعني أن المدفوعات لم تكن تذهب إلى ملكية أي جزء من العقار إلا بعد مرور ثلاث سنوات.
- ففي حالة الارتفاع العام لأسعار تلك العقار يأخذ كثير منهم في الاقتراض بضمان قيمتها، التي لم تسدد في الأساس. وكان الاعتماد في هذه القروض بشكل أساسي على قيمة العقار التي تتزايد باستمرار في السوق كضمان.

ويتلخص سلوك الأفراد المدينين بالآتي:²

- الحصول على قرض بفائدة، مما يعني التزام المقترض بسداد قسط للبنك المقرض.
- شراء أصل كعقار مثلا.
- يقوم المدين (في غالب الأحيان) ببيع (تسييل أو توريق) الأصل الذي يملكه أو يرهنه للحصول على مزيد من السيولة.
- عند رهن الأصل يكون الفرد قد حصل على قرض جديد مقابل رهنه للأصل الذي قدمه، مما يعني التزامه بسداد قسط إضافي للبنك المقرض.
- ثم يتوجه لمزيد من الإنفاق ك شراء أصل آخر سيارة مثلا.

1 - نعيمة برودي وحامد أسامة صالح، مرجع سبق ذكره، 11-12 أكتوبر 2009، ص: 6-7.

2 - سامر مظهر قنطقجي، مرجع سبق ذكره، 2008، ص: 29.

وقد تضمنت العقود بنوداً تجعل القسط يرتفع مع طول المدة، وعند عدم السداد لمرة واحدة تؤخذ فوائد القسط ثلاثة أضعاف عن الشهر الذي لم يتم سداؤه، فضلاً عن وجود بنود في العقود ترفع الفائدة عند تغييرها من البنك الفيدرالي الأمريكي، فيما يسمى بالرهن العقاري ذي الفائدة القابلة للتغيير.¹

أما سلوك المؤسسات المالية فيكون على التوازي مع سلوك الفرد المقترض ويتلخص كما يلي:²

- يبيع البنك القرض كسندات لمستثمرين ليضعف إيراداته، حيث يستفيد من فوائد القرض التي يسدها المقترض، وبعد بيعه السندات يحقق دخلاً إضافياً بالعمولات والرسوم.

- يستفيد المستثمرون من فوائد السندات التي اشتروها .

- يرهن المستثمرون سنداتهم.

- ولإضافة مزيد من الطمأنينة، يقومون بالتأمين عليها لدى شركات التأمين ضماناً لدينهم.

- ثم سرعان ما يقوم المستثمرون برهن سنداتهم ليحصلوا على قرض جديد وسيولة جديدة.

- بالعودة إلى النتيجة المحتملة لسلوك الأفراد، وهي إفلاسهم واضطرارهم لبيع عقاراتهم دعماً للسندات.

- زيادة عرض العقارات المعدة للبيع غالباً ما يؤدي لانخفاض أسواقها واحتمال دخولها مرحلة الكساد.

- إثر ذلك تفقد السندات قيمتها.

أما سلوك الاقتصاد الكلي، فيتلخص كالاتي:³

- إفلاس البنوك الاستثمارية وصناديق الاستثمار.

- قبض التأمين من شركة التأمين جراء التأمين على السندات.

- إفلاس شركات التأمين.

- عندئذ تسعى المصارف لخفض من مخاطرها بالإحجام عن الإقراض بعرقلة بشروط تصعب منحه.

1 - نصر أبو الفتوح فريد، العقار والأزمة المالية العالمية، المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر "الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية"، جامعة المنصورة، 1-2 أبريل 2009، ص: 29.

2 - سامر مظهر قنطقجي، مرجع سبق ذكره، 2008، ص ص: 30-31.

3 - نفس المرجع أعلاه، ص: 31.

- الأمر الذي يضغط على سيولة الشركات الصناعية وغيرها لإتمام أعمالها اليومية.

- بعد ذلك تظهر بواذر الكساد الكبير.

- فتقوم الحكومات بزيادة سيولة السوق بضخ كميات هائلة لإنعاشها.

- لكن الاقتصاد يكون قد بدأ بالترنخ تحت ضغط الديون بسبب الاستثمار في الديون.

- أخيرا تجد الأسواق نفسها أمام احتمال انهيار اقتصاد عالمي.

أما حالة انخفاض أسعار العقارات، فإذا كان العقار هو الرهن، فقد يلجأ المدين للتوقف عن السداد وترك العقار للبنك ليتصرف به مما تنتج عنه زيادة في عرض العقارات نتيجة بيعها أو توريقها. وقد ذكر تقرير أعدته المؤسسة الاستثمارية (غلوبل إنسايت): أن العدد الكبير في المنازل المعروضة للبيع بالمزاد أثر على الولايات المتحدة الأمريكية وألحق الضرر بأكبر المؤسسات المالية، وأشار إلى أن هذه الآثار لم تنته بعد.

والنتيجة نقص سيولة المصارف، وقد توقع التقرير انخفاض قيمة العقارات بالولايات المتحدة الأمريكية بمقدار 1.2 تريليون دولار في 2008 لأسباب من بينها بيع المنازل بالمزاد بسبب إخفاق المالكين في تسديد القروض مع احتمال انخفاض أسعار المنازل بمعدل 7% وتوقع أيضا انخفاض الناتج المحلي الإجمالي للولايات المتحدة الأمريكية في 2008 بنسبة 1.9% أو ما يمثل 166 مليار دولار بسبب أزمة الرهن العقاري.¹

ثانيا أسباب الأزمة المالية العالمية

يشكل فهم أسباب الأزمة المالية عنصرا حاسما في استعادة الاستقرار، وإرساء نظام مالي عالمي سليم لتجنب وقوع أزمة أخرى بهذه القوة. وبينما يرجح أن يستمر تحليل هذه الأزمة لعدة سنوات قادمة، حيث أشار التحليل المبدئي الذي أجراه صندوق النقد الدولي إلى إخفاق في البيان العالمي، يتعلق بتوفير التحذيرات الكافية السابقة للأزمة، لا سيما في سياق الرقابة على اقتصاديات البلدان المتقدمة المؤثرة على النظام المالي، وإخفاقات تنظيمية على عدد من المستويات.

ومنه، يمكن إرجاع الأزمة المالية العالمية إلى مجموعة من الأسباب منها:

¹ - سامر مظهر قنطقجي، مرجع سبق ذكره، 2008، ص: 32.

1- تراكم عمليات الإقراض وتعاضم حجم الديون

لقد كانت عمليات الإقراض المفرطة والتوسع في حجم الديون هما الخلفية المشتركة للأزمات المالية، فقد بلغ حجم الديون الفردية في الولايات المتحدة الأمريكية أكثر من 9 تريليون دولار. وأغلب هذه الديون الفردية هي ديون عقارية، بالإضافة إلى الحجم الكبير لديون الحكومة الأمريكية، زيادة عن تعاضم حجم ديون الشركات، وقد وصل حجم هذه الديون إلى 18.4 تريليون دولار.¹

2- عدوى الرهونات دون الممتازة

أصبحت أسباب الأزمة في سوق الرهونات دون الممتازة واضحة، فقد بدأت بممارسات سيئة في التأمين، مع زيادة هذه العمليات وتكاثر الدمار والضرر في كل مرحلة من العملية المعقدة التي نشأت فيها ديون المساكن الخطيرة. ثم أصبحت أوراقا مالية تساندها أصول شكلت عندئذ جزء من التزام الديون المضمونة التي جرى تصنيفها وبيعها للمستثمرين. وكان مبرر هذا الإقراض الخطر هو أن أسعار المساكن كانت قد بدأت ترتفع سريعا ولم تنخفض على النطاق القومي في الولايات المتحدة الأمريكية منذ الثلاثينيات من القرن العشرين.²

3- التحرير المالي

لقد أفرز العقد الأخير من القرن العشرين تربع الولايات المتحدة الأمريكية على قيادة العالم بفعل ظروف وعوامل اقتصادية وسياسية وعسكرية معينة، تبنت الولايات المتحدة الأمريكية بموجها إيديولوجية العولمة التي يمثل جانبها الاقتصادي التحرير الواسع للأنشطة التجارية والمالية والخدمية من الناحية الوظيفية والهيكلية، واعتمدت لهذا الغرض استراتيجيات استخدمت خلالها كل الترغيب والترهيب بغرض تعميم تطبيقها عالميا.

وقد تم تطبيق التحرير الاقتصادي لمختلف الأنشطة التجارية والمالية من خلال هيئات ومؤسسات دولية عالمية فاعلة ومسؤولة عن تنظيم هذه الأنشطة، منحت هذه الاستراتيجية قوى رأس المال حرية كبيرة في ممارسة أنشطتها الربوية.³

¹ - يوسف أبو فارة، ملامح وأسباب الأزمة المالية العالمية عام 2008 وانعكاساتها على الدول النامية، المنتدى الدولي الرابع "الأزمة المالية العالمية الراهنة وانعكاساتها على اقتصاديات دول منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا"، الجزائر، 08-09 ديسمبر 2009، ص: 27.

² - راندال دود وبول ميلز، تقشي المرض: عدوى الرهونات دون الممتازة الأمريكية، مجلة التمويل والتنمية، جوان 2008، ص: 14-15.

³ - عبد القادر بريس ومحمد طرشي، مراجع سبق ذكره، ماي 2009، ص: 16.

4- اختلال التوازن بين الأنشطة الإنتاجية والأنشطة المالية

شهدت الدول الصناعية المتقدمة في ظل العولمة حدوث انحراف في مسار أنشطتها الاقتصادية، وحدثت حالة من عدم التوازن بين الأنشطة الإنتاجية والأنشطة المالية. وقد تمثل مظهر هذا الانحراف بحدوث تراجع في نمو الأنشطة الإنتاجية الحيوية مقابل تعاضم نمو الأنشطة الخدمية والقطاعات الاقتصادية الطفيلية ذات المردود الربحي المالي والوهمي، ضمن دورة إنتاجية قصيرة الأجل وليست الطويلة الأجل. وقد يرجع سبب ذلك إلى العولمة التي شجعت انتقال الصناعات من الدول المتقدمة إلى الدول النامية لعوامل اقتصادية عديدة أهمها رخص الأيدي العاملة وتوفر المواد الأولية.¹

5- فساد وكالات التصنيف

عزت مؤسسات التصنيف الائتماني بدورها تقديرات ائتمانية مرتفعة للقروض دون الممتازة المعقدة، التي تمت هيكلتها على أساس بيانات تاريخية محدودة. وفي بعض الحالات على أساس نماذج معيبة، ودون اهتمام كاف ومناسب للضمانات المعنية، كما فشلت أيضا في الإفصاح بدرجة كافية عن الافتراضات والمعايير والمنهجيات، وتوضيح معني وخصائص المخاطر الخاصة بمراتب التمويل الذي تمت هيكلته، وعلاج تضارب المصالح. وأخيرا، فإن المؤسسات المالية لم تفصح دائما عن نوع وحجم التعرض للمخاطر في داخل الميزانية وخارجها، خاصة تلك المتصلة بالمنتجات المهيكلية.²

6- نمو نشاط المضاربات بشكل كبير ومتنامي

هو النمو المتعاضم في حجم قطاع المضاربات الذي لم يقابله حدوث نمو حقيقي مماثل في القيمة الاقتصادية للمؤسسات المصدرة لهذه الأسهم. لذلك، فقد أجريت المضاربات في أسواق البورصات العالمية بصورة غير منضبطة وغير مستندة إلى أسس اقتصادية سليمة، مما تسبب لاحقا حصول عرقلة في التسديد وحصول الأزمة.

حيث إن توسع نشاط المضاربة في سوق العقارات في الولايات المتحدة الأمريكية ناتج من الأرباح العالية المتحققة فيه، ومن التسهيلات الائتمانية الواسعة التي قدمتها البنوك للمستثمرين في هذا القطاع، كل ذلك شجع المستثمرين في التوسع الكبير بالاستثمار في هذا القطاع، وأدى إلى حدوث الفارق الكبير بين أسعارها الحقيقية والسوقية، وعندما حدث تغير في المتغيرات المؤثرة على عوامل العرض والطلب برز الخلل وظهر للعيان

¹ - عبد المطلب عبد الحميد، الديون المصرفية المتعثرة والأزمة المالية المصرفية العالمية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2009، ص: 296.

² - نويل ساكاسا، منع الأزمات في المستقبل، مجلة التمويل والتنمية، ديسمبر 2008، ص: 12.

وحصلت الأزمة، التي سرعان ما انتقلت إلى الأنشطة الأخرى أو الدول الأخرى المرتبطة معها بعلاقات واسعة.¹

7- توريق الديون العقارية وبيعها في الأسواق المالية

وجد معظم المصارف التي انتهجت هذا الأسلوب في تقديم القروض نفسها في وضع حرج ووضع مالي متأزم، وعرضة للإفلاس، وبالمقابل أيضا وجد ما يقارب المليونين من المقترضين في الولايات المتحدة الأمريكية أنفسهم مفلسين مدمرين ماديا، والسبب هو أنهم لا يقدرّون على تسديد الديون.²

وفي محاولة منها للحد من مخاطر هذه الائتمانات الجديدة، استخدمت المصارف التوريق، أي التعامل بالأوراق المالية، إذ حاولت تحويل هذه القروض إلى أوراق مالية لبيعها في أسواق الأسهم، "فخلال الفترة 2001-2006، بلغت نسبة القروض عالية المخاطر والحولة إلى سندات، والمباعة لمستثمرين في الأسواق المالية ما بين 60% و70%³. ومن هنا يمكن ملاحظة أن كل هذه الترتيبات المالية المعقدة كانت وراء سقوط سوق الأسهم، لأن جميع البنوك الأجنبية بما فيها الأوربية، أدركت أنها تملك أوراقا مالية لا تساوي شيئا؛ فالكمل كان في حوزته مثل هذه الأوراق، ولكن لا أحد يعرف بالضبط كم عددها.

8- ضعف الأطر التنظيمية والإشرافية

يعتبر أحد العوامل الرئيسية المساهمة في الأزمة المالية العالمية هو عدم كفاية التنظيم المالي، من حيث طابعها الجزأ أو الافتقاد إلى إنفاذه،⁴ حيث كشفت الأزمة المالية إلى أن هناك ثلاث مجموعات من العوامل التي يقوي بعضها بعضا لم تحصل على الاهتمام الكافي من قبل سلطات التنظيم والسلطات النقدية قد أسهمت على نحو يقبل المناقشة في زيادة المخاطر النظامية وهي:⁵

- أسفر اختلال التوازنات الاقتصادية الكلية العالمية عن انخفاض أسعار الفائدة أثناء العقد الماضي بما حث على زيادة تحمل المخاطر وأسهم في حدوث فقاعات أسعار الأصول في جميع أنحاء العالم.

- حدوث تغيرات هيكلية في القطاع المالي وإخفاق إدارة المخاطر في مواكبة الابتكار المالي.

¹ - عبد المطلب عبد الحميد، مرجع سبق ذكره، 2009، ص: 299.

² - أحمد عامر عامر، تداعيات الأزمة العالمية على الأوضاع الاقتصادية والاجتماعية في الجزائر، ملف الأزمات العالمية وتداعياتها الاقتصادية، بحوث اقتصادية عربية، 2010/2009، ص: 79-80.

³ - نبيل بوفليح، دور صناديق الثروة السيادية في معالجة الأزمة المالية والاقتصادية العالمية، ملف الأزمات العالمية وتداعياتها الاقتصادية، بحوث اقتصادية عربية، 2010/2009، ص: 94.

⁴ - لاورا كورديس وأديتيا نارايين، "ما الذي يتعين علينا عمله"، مجلة التمويل والتنمية، مارس 2009، ص: 23.

⁵ - نويل ساكاسا، مرجع سبق ذكره، ديسمبر 2008، ص: 11.

- عدم إضفاء المؤسسات المالية الطابع الذاتي على المخاطر النظامية.

9- انتشار ثقافة غير أخلاقية على الأسواق المالية

يكمن انتشار سلوكيات غير أخلاقية من قبل أطراف التعامل في السوق المالية في الاستغلال والكذب والطمع والتدليس والغش والمعاملات الوهمية. لذلك، فإن سير الاقتصاد بشكل مستقل عن العلوم الاجتماعية، لا يمكن أن يقود إلا إلى مزيد من الدمار، وهذا ما حدث في الأسواق المالية حيث غياب القيم الأخلاقية وما نتج عنه من تزوير وتدليس وإخفاء للمعلومات.

المطلب الثالث: الآثار المترتبة على الأزمة المالية العالمية

كانت الأزمة المالية العالمية التي تفجرت في خريف 2008 قد ألفت بظلالها المدمرة على الاقتصاد العالمي، حيث فاجأت الأزمة الآخذة في الاتساع كثير من المستثمرين وأثارت أعصابهم، فقد تجاوزت مستويات الائتمان المتاح وانهارت التجارة، وشهد النمو هبوطا حادا وارتفعت معدلات البطالة. وفي حين أن الولايات المتحدة الأمريكية لا تزال هي المحور الأساسي لهذه الأحداث، حيث أن تأثيرات الأزمة شرعت تصل إلى رقعة عريضة من المواطنين العاديين في كثير من البلدان، وبدأت آثارها السلبية تنعكس على جميع بلدان العالم ويقدر انفتاح كل منها واندماجه في الاقتصاد العالمي، ويمكن ذكر أهم آثار الأزمة المالية العالمية على عدة تكتلات منها:

أولاً: أثر الأزمة المالية العالمية على اقتصاديات البلدان المتقدمة

تعتبر الدول المتقدمة، وعلى رأسها الولايات المتحدة الأمريكية أكثر الدول تضررا وذلك لكونها المسببة الرئيسية للأزمة، ويمكن ذكر أهم الآثار المترتبة عن الأزمة المالية فيما يلي:

- ارتفاع كبير جدا في نسبة الدين الحكومي العام إلى الناتج القومي، إذ ارتفع الدين الحكومي العام في الولايات المتحدة الأمريكية من 5 تريليون دولار عام 2000 ليصل في عام 2008 إلى أكثر من 10 تريليون دولار، وهو رقم قريب من حجم إجمالي الناتج القومي الأمريكي، ويمثل هذا المعيار مؤشرا خطيرا على مسار الاقتصاد الأمريكي ويشكل عبئا كبيرا على مستقبل اقتصادها ضمن المدى القصير.¹

¹ - مراد علة، الأزمة المالية العالمية تأمل ومراجعة، ملف الأزمات العالمية وتداعياتها الاقتصادية، بحوث اقتصادية عربية، 2010/2009، ص: 16.

- في جويلية 2008، أعلنت عدة مصارف أمريكية وبريطانية إفلاسها، وكان أبرز المصارف الأمريكية بنك بيرسيترز الذي اشتراه بنك "جي بي مورغان تشيز" الأمريكي بسعر متدن وبمساعدة مالية من الاحتياطي الفدرالي، وأبرز المصارف البريطانية بنك "نورذرن روك" الذي قامت الحكومة البريطانية بتأميمه، وبنك "أليانس أند أيستر" البريطاني الذي قام بنك "سانتاندر" الإسباني بشرائه بقيمة 1.33 مليار جنيه فقط.¹

- عجز الميزانية حيث قدر العجز المالي الأمريكي في الميزانية عام 2008 بمبلغ 410 مليارات دولار، أي 2.9% من الناتج المحلي الإجمالي.²

- انخفاض حاد في حجم المبيعات لا سيما في قطاع العقارات والسيارات وغيرها بسبب اعتماد هذه الشركات على التمويل بنظام القروض من جهة وضعف التجارة الخارجية من جهة أخرى، وهذا ما حدث لشركتي "فورد" و"بزال موتورز".

- تراجع كبير في نسب نمو الدول الصناعية من 1.4% سنة 2008 إلى حدود 0.3% سنة 2009 مع توقع تقرير منظمة التعاون والتنمية الاقتصادية أن تقل نسبة النمو عام 2009 في الولايات المتحدة الأمريكية إلى 0.9% مقابل 0.1% لليابان، و0.5% لأوروبا، وهناك توقعات لصندوق النقد الدولي أن تصبح صفرا في هذه الدول، وينخفض في الصين من 9.4% إلى 7.5%.³

- وصول نسبة البطالة إلى 6.5% في الولايات المتحدة الأمريكية وهي النسبة الأعلى منذ 14 عاما، في حين بلغ معدل البطالة في الاتحاد الأوربي 7% وقد كشف استطلاع للرأي شمل 15 قطاعا اقتصاديا حيويا في ألمانيا أن نحو 215 ألف وظيفة مهددة بالإلغاء خلال عام 2009. وفي بريطانيا ارتفع معدل البطالة إلى 5.7% مقابل 2.5% في الربع الأول من عام 2008، ويتوقع الاقتصاديون أن يتفاقم التدهور في سوق العمل في البلدان المتقدمة ليصل معدل البطالة إلى 7.9% في الربع الأول من عام 2010.⁴

- ظهور نوع من عدم الاستقرار والتذبذب في الأسواق المالية للدول المتقدمة مما أفقدها ثقة المستثمرين فيها، وكذا ظهور حالة من الخوف والذعر الشديدين الذي أصابا المستثمرين والمتعاملين في الأسواق المالية بشأن مستقبل هذه الأسواق والاقتصاد بصفة عامة، دفعت الكثير منهم بعدم الرغبة في تحمل المخاطر، والبحث عن استثمارات آمنة في قطاعات أخرى.

¹ - نيل بوفليخ، مرجع سبق ذكره، 2010/2009، ص: 95.

² - مراد علة، مرجع سبق ذكره، 2010/2009، ص: 16-17.

³ - علي فلاح المناصر ووصفي عبد الكريم الكساسبة، مرجع سبق ذكره، نوفمبر 2009، ص: 19.

⁴ - مراد علة، مرجع سبق ذكره، 2010/2009، ص: 17.

- اقتصاد المستهلك الأمريكي في إنفاقه، فقد بلغ الاستهلاك الخاص في الولايات المتحدة الأمريكية نحو 10 تريليون دولار في 2008، وفي الاتحاد الأوروبي نحو 9 تريليون دولار، وكان الاستهلاك في آسيا يقل عن 5 تريليون دولار. وقبل الأزمة، كان الاستهلاك في الولايات المتحدة الأمريكية يمثل نحو 16% من الناتج العالمي، فقد زج هذا التقشف الاقتصادي العالمي في كساد عميق مع العلم أن توسع الطلب في الأسواق الناشئة مثل الصين والهند لا يمكن أن يعوض الانهيار في المشتريات الأمريكية.¹

- دخول منطقة اليورو لأول مرة في تاريخها مرحلة ركود فعلي خاصة بعد الرواج الاقتصادي الذي عرفته المجموعة بعد التكامل الاقتصادي وتوحيد العملة، ومعدلات النمو المرتفعة التي سجلتها هاته الدول، في حين أعلنت كل من إيطاليا وألمانيا الدخول في مرحلة ركود رسمي.

- انخفاض سعر صرف الدولار مقابل العملات الرئيسية الأخرى مثل اليورو والين، حيث سجل انخفاضات حادة قبل الأزمة وأثناء الأزمة واستمر هذا التراجع حتى بعد الأزمة خاصة في ظل الركود الذي أصاب الاقتصاد العالمي بشكل عام والاقتصاد الأمريكي بشكل خاص.

ثانيا: أثر الأزمة المالية العالمية على اقتصاديات البلدان النامية

دعا الانتشار السريع للأزمة من الدول المتقدمة إلى البلدان النامية الكثير من كبار المسؤولين إلى وصفها بأنها أعنف أزمة مالية واجهت العالم. ومن هنا، يجب الإدراك أن الآثار المترتبة التي تحدثها الأزمة على الدول النامية التي تحاول الانفتاح على الأسواق المالية العالمية هي أعظم بكثير من تلك التي يمكن أن تواجه البلاد المتقدمة، وفيما يلي أهم الآثار:

- انخفاض صادرات الدول النامية، نتيجة انخفاض الطلب العالمي، وهو ما ينعكس على موازنات الدول النامية وقدرتها على تمويل مشاريعها التنموية.

- ارتفاع فاتورة الواردات نتيجة انخفاض قيمة عملات الدول النامية وما ينجر عنه من تضخم.

- تستحق على البلدان النامية ديون قصيرة الأجل تقرب من تريليون دولار. ووفقا للبنك الدولي، فإنها تواجه فجوة في التمويل تبلغ 370-800 مليار دولار، ونظرا للأزمة الثقة الحادة في أسواق الديون، فإنه سيكون من الصعب للغاية بالنسبة للدول الحصول على تمويل خاص باستخدام الأدوات المالية التقليدية.²

¹ - فرانشيسكو جيفاتسي، "النمو بعد الأزمة"، مجلة التمويل والتنمية، سبتمبر 2009، ص: 24.

² - سوهاس كيتكار ودليلب رانا، "مسارات جديدة للتمويل"، مجلة التمويل والتنمية، جوان 2009، ص: 43.

- من أهم النتائج المترتبة على حدوث الأزمة المالية العالمية، ارتفاع معدلات البطالة في البلدان النامية وما ينجم عنها من زيادة في التكاليف الاجتماعية بالإضافة إلى تدني الأجور الحقيقية، وزيادة نسبة الفقر في هذه البلدان.
- تأثير الأزمة على المساعدات والإعانات التنموية التي تتلقاها الدول النامية من قبل الدول الصناعية، أدت إلى تقليص الاستثمارات الأجنبية في الدول النامية، حيث إن الشركات الأجنبية انتهجت سياسة عدم المغامرة في العمل في أسواق ليست فيها ضمانات كافية.

ثالثاً: أثر الأزمة المالية العالمية على اقتصاديات البلدان العربية

انعكست تداعيات الأزمة المالية العالمية على اقتصاديات دول العالم ولم تسلم البلدان العربية من هذا التأثير باعتبارها جزء من منظومة الاقتصاد العالمي، وتربطها علاقات اقتصادية تحت مظلة العولمة التي جعلتها غير بعيدة عن الأحداث التي تجتاح العالم.

ويمكن تقسيم تأثير الأزمة على البلدان العربية تبعاً لمدى انفتاحها على أسواق العالم إلى ما يلي:

1- البلدان العربية ذات درجة الانفتاح الاقتصادي والمالي المرتفعة

تتمثل في دول مجلس التعاون الخليجي، التي تتميز بدرجة انفتاح اقتصادي ومالي مرتفعة، لذلك يكون من الطبيعي أن تتأثر هذه المجموعة بالأزمة المالية الأمريكية.

ومن ناحية أخرى، يلاحظ أن النشاط المالي لدول مجلس التعاون الخليجي في العالم الخارجي كبير، حيث تم استثمار جزء كبير من عوائد النفط في الأسواق المالية الدولية. ويمكن ذكر بعض آثار الأزمة على هذه البلدان:

- تذبذب أسعار البترول، حيث سجل في جويلية 2008 سعر البرميل 147.27 دولار في مستوى قياسي لم يشهده من قبل، وعندما اندلعت الأزمة في سبتمبر 2008 ترتب على ذلك ارتفاع وانخفاض أسعار البترول في اتجاه عكسي لحركة الدولار الأمريكي باعتبارهما بديلان للاستثمار، لكن نظراً لتواتر التوقعات وإعلان معظم الدول المتقدمة دخولها بالفعل في حالة الركود الاقتصادي، فقد انخفضت أسعار البترول في نوفمبر 2008 إلى مستوى 50 دولار للبرميل، ثم تعدت حاجز الخمسين دولار في أول ديسمبر 2008 ليسجل سعر البرميل 36.37 دولار، ويفقد بذلك ثلاث أرباع قيمته 75.3% بعد شهرين من الأزمة المالية.¹

- الخسائر الضخمة التي منيت بها المصارف والمؤسسات الخليجية، ويمكن ذكرها فيما يلي:

¹ - نعيمة برودي وحامد أسامة صالح، مرجع سبق ذكره، 11-12 أكتوبر 2009، ص: 17.

الجدول رقم (3-3): خسائر بعض المصارف والمؤسسات الخليجية

(القيمة بالمليار دينار كويتي)

البلد	اسم المؤسسة أو المصرف	حجم الخسارة
دول مجلس التعاون الخليجي	بنك الخليج العربي	0.8
	مؤسسة الخليج للاستثمار	0.24
	المؤسسة العربية المصرفية	0.75
	بنك الخليج الدولي	1
	شركة الاستثمار الكويتية	27
	المصارف الإماراتية	5
	مجموعي السعد والقصبي	15

المصدر: رمضان محمد أحمد الروبي، مرجع سبق ذكره، ص: 20-21.

- شح السيولة وارتفاع تكلفة الإقراض، كما أثر ذلك على تسريح أعداد كبيرة من العمال والموظفين، تجاوز عددهم نحو 100 ألف شخص، وتخفيض الرواتب والأجور بنسب تراوحت بين 30% إلى 50% من أجل ترشيد النفقات.¹

- الخسائر الناجمة عن انخفاض قيمة الدولار، وذلك لأن الجانب الأكبر من ودائع دول الخليج الموضوعة في المصارف الأمريكية مقيمة بالدولار، بالإضافة إلى ارتباط عملات هذه الدول وفوترة صادراتها ووارداتها بالدولار الأمريكي.

¹ - مسعود سميج، الأزمة المالية العالمية، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010، ص: 95.

- وجود مخاطر على مستقبل صناديق الثروات السيادية والتي تستثمرها دول الخليج في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا وشرق آسيا، والتي تقدر بحوالي 3 تريليون دولار حيث منيت هذه الصناديق بخسائر كبيرة خلال عام 2007 بلغت 450 مليار دولار.¹

2- البلدان العربية ذات درجة الانفتاح الاقتصادي والمالي المتوسطة

وتمثل أهم هذه الدول في مصر والأردن وتونس، ولم تكن هذه الدول بمنأى عن الأزمة، لكن درجة تأثرها بالأزمة أقل حدة من سابقتها، ومن أهم الآثار ما يلي:

- التأثير السلبي على التدفقات السياحية إلى المنطقة العربية وكذلك حجم الإنفاق السياحي، حيث تقلصت نسبة السياحة الدولية في اتجاه المناطق التونسية بنسبة 30% في المتوسط.² وهذا بدوره أثر على البلدان العربية التي تعتبر السياحة فيها موردا هاما للدخل القومي والنقد الأجنبي، في حين انخفضت إيرادات السياحة المصرية خلال عام 2009 بأكثر من 2 مليار دولار.³

- انخفاض تحويلات العاملين بدول الخليج والدول الأخرى المتضررة من الأزمة المالية.

- ارتفاع البطالة والفقر وتراجع النمو الاقتصادي خاصة وأن هذه الدول لم تستفد من النمو الاقتصادي الناجم عن ارتفاع أسعار البترول الذي سبق الأزمة.

3- البلدان العربية ذات درجة الانفتاح الاقتصادي والمالي المنخفضة

وتمثل في مجموعة من الدول منها الجزائر، ليبيا، السودان، اليمن ودول أخرى تتميز بحركة بطيئة في بورصاتها، وفي هذا الصدد يتم إيجاز أهم آثار الأزمة على الاقتصاد الجزائري فيما يلي:⁴

- تأثر الاقتصاد الجزائري بالأزمة المالية العالمية مرتبط أساسا بحالة الكساد والتي ستهيمن على الاقتصاد العالمي، وعلى اعتبار أن الصادرات النفطية تمثل نسبة كبيرة من الناتج المحلي 98.01% من إجمالي قيمة الصادرات لسنة 2007، إذ يشكل قطاع المحروقات المصدر الرئيسي للدخل الوطني، فإن انخفاض أسعار البترول من 147 دولار للبرميل في شهر فيفري 2008 إلى 33.87 دولار للبرميل في شهر ديسمبر من نفس السنة.

¹ علي فلاح المناصر ووصفي عبد الكريم الكساسبة، مرجع سبق ذكره، نوفمبر 2009، ص: 22.

² حازم السيد حلمي عطوة مجاهد، مرجع سبق ذكره، أبريل 2009، ص: 27.

³ عبد الفتاح العموص، الأزمة الاقتصادية العالمية الأسباب والتداعيات والآثار في الاقتصاديات العالمية، المؤتمر العلمي العاشر "الاقتصاديات العربية وتطورات ما بعد الأزمة الاقتصادية العالمية"، بيروت، لبنان، 19-20 ديسمبر 2009، ص: 16.

⁴ عبد الحميد قدي وجميلة الجوزي، الأزمة المالية الراهنة وتداعياتها على الأداء المتوقع للاستثمارات الأجنبية المباشرة: حالة الجزائر، الملتقى الدولي الرابع "الأزمة المالية العالمية الراهنة وانعكاساتها على اقتصاديات دول منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا"، جامعة دالي إبراهيم، الجزائر، 08-09 ديسمبر 2009، ص: 99-100.

- الزيادة المضطردة في عجز الموازنة العامة للولايات المتحدة الأمريكية سيؤدي إلى ارتفاع معدلات التضخم وما دامت 98% من صادرات الجزائر يتم فوترتها بالدولار بينما 50% من الواردات تقيم باليورو، فإن النتيجة ستكون تراجعاً حاداً في مداخيل الاقتصاد الوطني من العملة الصعبة.
- توظيف 43 مليار دولار من احتياطات الجزائر في سندات الخزينة الأمريكية بمعدل فائدة لا يتعدى 2% في ظل التدهور المستمر لسعر صرف الدولار وارتفاع نسبة التضخم في الاقتصاد الأمريكي، سيؤدي إلى خسارة ما يقارب ثلث الاحتياطات من الصرف الأجنبي.
- احتياطات الصرف من غير الدولار الموظفة في بنوك الدرجة الأولى المصنفة وباعتراف وزير المالية أمام نواب البرلمان سنة 2007 الذي أكد في تصريحه أن جزء من احتياطات الصرف تم توظيفه لدى هذه البنوك دون تحديد دقيق للمبالغ المودعة في الحسابات الخاصة بتلك المؤسسات المالية.
- دخول الاقتصاد العالمي في كساد سيؤدي حتماً إلى تراجع الطلب العالمي على الطاقة والمحروقات بشكل حاد، وفي هذه الحالة ستتراجع مداخيل الجزائر إلى مستويات خطيرة.
- تحول الأزمة المالية العالمية إلى أزمة اقتصادية، سيؤدي حتماً إلى تراجع في وتيرة الاستثمارات الأجنبية بسبب الممارسات الحمائية.
- الارتفاع الحاد في فاتورة واردات الجزائر التي قاربت 40 مليار دولار نهاية سنة 2008، وهذا نتيجة للاتجاه التضخمي على الصعيد العالمي والناتج أساساً عن ضخ كميات كبيرة من السيولة النقدية في البنوك والأسواق المالية والتي لا يقابلها إنتاج حقيقي.

المبحث الثالث: أزمة الرهن العقاري ارتباطها بالمشتقات المالية وسبل علاجها

بالتركيز على الأزمة المالية الراهنة، فإن هناك إجماعاً على أن الأسباب الرئيسية لحدوثها ترجع إلى الممارسات التي سادت في الأسواق المالية، وانعدام الرقابة عليها، وعدم تدخل الدولة لتنظيمها بفرض أن السوق قادرة على تصحيح نفسه. فتم التوسع في الائتمان خاصة العقاري، وتم ابتكار الأدوات المالية الجديدة المتمثلة في المشتقات المالية. وقد طغت ملامحها على الأسواق المالية خلال السنوات الأخيرة، خاصة مع الإقبال المنقطع النظير على هذه الأدوات، وذلك لتوليد المزيد من فرص منح الائتمان.

واستدعت الأزمة المالية العالمية انتباه قادة العالم وصانعي السياسات المالية كي يسعوا لإيجاد حلول للخروج من هذه الأزمة، والنظر إلى الاقتصاد الإسلامي، الذي يمكن أن يقدم الكثير من أجل بناء نظام للسوق أكثر عدالة واستقراراً.

المطلب الأول: ماهية الرهن العقاري

تنشأ التأمينات العينية عن طريق تخصيص مال معين بالذات لضمان الوفاء بالالتزام، فلها أهمية كبرى للدائن وللمدين والائتمان بوجه عام، وذلك لأنها بضمائها حق الدائن تعزز الثقة بالمدين وتشجع الدائنين على ائتمانه، ومنحه ما يحتاج إليه من قروض أو أجل. ولهذا الأمر أثراً كبيراً في تشجيع الائتمان الذي يعتبر من أهم الوسائل لتنشيط الحركة الاقتصادية التي تعتمد غالباً على الائتمان، أي عن طريق القروض التي تقدمها الجهات المختصة في مقابل ضمانات كافية، ويتم التطرق إلى ماهية الرهن العقاري من خلال العناصر أدناه:

أولاً: تعريف الرهن العقاري

يعرف الرهن على أنه اتفاق قانوني يجري بمقتضاه منح ملكية مشروطة لأصول معينة مثل الأوراق المالية أو الممتلكات العينية لشخص معين أو هيئة معينة، وذلك مقابل الحصول على قروض ويصبح الاتفاق لاغياً عند سداد الدين.¹

¹ - أحمد مهدي بلواقي، الأزمة المالية العالمية، مركز النشر العلمي، جدة، المملكة العربية السعودية، الطبعة الأولى، 2009، ص: 259.

أما الرهن العقاري فهو عقد به يكسب الدائن على عقار مخصص لوفاء دينه حقا عينيا، يكون له بمقتضاه أن يتقدم على الدائنين العاديين والدائنين التاليين له في المرتبة في استيفاء حقه من ثمن العقار.¹ ومن حق المقرض أن يعتمد إلى اتخاذ الإجراءات القانونية التي تمكنه من الاستيلاء على الشيء المرهون، العقار أو البيت أو غيرهما في حال عدم قدرة المقرض على سداد القرض في الفترة الزمنية المتفق عليها، أو في حال التأخر عن سداد الأقساط المتفق عليها بعد توجيه إنذارات متكررة من المقرض.²

ثانيا: خصائص الرهن العقاري

يتميز الرهن العقاري بأنه حق عيني تبعي عقاري لا يتجزأ وذلك على التفصيل الموالي:³

1- الرهن العقاري حق عيني

الرهن العقاري حق عيني، لأنه يخول صاحبه سلطة مباشرة على الشيء موضوع الحق يستعملها دون وساطة أحد على هذه السلطة، على خلاف الحقوق العينية الأصلية، لا تخول حقا في استعمال الشيء أو استغلاله، وإنما فقط في اقتضاء الدائن المرهن حقه في المقابل النقدي للشيء محل الحق بالأفضلية على غيره من الدائنين العاديين أو الدائنين المرهنين اللاحقين له في المرتبة، حيث يخول لصاحبه حق التقدم وحق التتبع.

2- الرهن العقاري حق تبعي

يعد الرهن العقاري حقا تبعا، لأنه لا يقوم إلا تبعا لحق أصلي لكي يضمن الوفاء به، ويترتب على ذلك أن الرهن يتبع الحق المضمون في صحته وانقضائه ما لم ينص القانون على غير ذلك. فالرهن لا يوجد إلا بوجود الالتزام الأصلي، فإذا انقضى الدين بالوفاء أو بغيره انقضى معه الرهن، وإذا تقرر بطلانه بطل معه الرهن أيضا.

3- الرهن العقاري حق عقاري

يرد الرهن العقاري على العقار دون المنقول، كما أن حيازة العقار تظل للراهن، مما ييسر له سبل الإفادة منه على أوسع نطاق، فيكون له أن ينتفع بالعقار وما يخوله من ائتمان كأن يرهنه لدائن آخر.

4- الرهن العقاري حق غير قابل للتجزئة

بمعنى أن كل جزء من العقار أو العقارات المرهونة ضامنة لكل الدين وكل جزء من الدين مضمون بالعقار أو بالعقارات المرهونة كلها ما لم ينص القانون أو يقضي الاتفاق بغير ذلك.

¹ - نصر أبو الفتوح فريد، مرجع سبق ذكره، أبريل 2009، ص: 24.

² - أحمد مهدي بلواي، مرجع سبق ذكره، 2009، ص: 259.

³ - نصر أبو الفتوح فريد، مرجع سبق ذكره، أبريل 2009، ص: 25-26.

ثالثا: نشأة وتطور سوق الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية

كانت سوق الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية قبل 1938م تتألف أساسا من مؤسسات إيداع منظمة مثل المصارف ومؤسسات الادخار والقروض التي كانت تستخدم ودائعها في تمويل قروض شراء المنازل. وكانت هيئات الإقراض تلك تنشئ القروض، وحيث إنها تحتفظ بها ضمن محافظها، فإنها كانت تتحمل المخاطر الائتمانية، ومخاطر تقلبات أسعار الفائدة في السوق، ومخاطر السيولة الناتجة عن تمويل أصول طويلة الأجل بخصوم قصيرة الأجل (الودائع).¹

ولمزيد من الدعم، أنشئت مؤسسة الرهن القومية الفيدرالية وذلك في عام 1938م، والتي يطلق عليها الآن فاني ماي Fannie Mae تحددت مهمتها حينذاك في تقديم قروض مباشرة للراغبين في الحصول على قروض إسكان، من بين أولئك الذين يقطنون في مناطق يصعب أن تصل إليها خدمات الإقراض العقاري. وقد أثبتت هيئة فاني ماي نجاحها إلى حد ما في التقليل من آثار مخاطر السيولة والسوق. وفي عهد الرئيس جونسون وبالذات في عام 1968م استحدثت مؤسسة أخرى عرفت باسم جيبي ماي Ginnie Mae للإشراف على الرهون العقارية المضمونة من قبل الحكومة. وقامت في الوقت نفسه بخصومة ما تبقى من مؤسسة فاني ماي، وبذلك انتقل جزء كبير من عمليات الإشراف في هذا القطاع من الحكومة الفدرالية إلى القطاع الخاص. وفي عام 1970، قامت جيبي ماي بتوريق تلك القروض التي يجوز لها تسهيل تداولها في السوق الثانوية، ليتم نقل مخاطر السوق إلى المستثمرين الذين يقدمون على شراء هذه الأصول. وفي عام 1970، كذلك تم استحداث الشركة الوطنية الاتحادية للرهن العقاري المعروفة باسم فريدي ماك Freddie Mac لغرضين هما توريق القروض العقارية التقليدية وتوفير منافسة لهيئة فاني ماي. ومع مرور الوقت، تقاربت النماذج الاقتصادية التي تتبعها فاني ماي وفريدي ماك، ووفرتا معا تمويلا هائلا للقروض العقارية سواء عن طريق شراء القروض العقارية المتوافقة والاحتفاظ بها أو تحويل مبالغ كبيرة إلى سندات مضمونة بقروض عقارية. وأزالت سوق الأوراق المالية المضمونة برهونات عقارية، مخاطر السوق ليس فقط من الميزانيات العمومية للمؤسسات المنشئة للرهونات العقارية مثل البنوك، بل أيضا من ميزانيتها هيئتي فاني ماي وفريدي ماك. كما وفرت أيضا تمويلا طويل الأجل للإقراض بضمان رهونات عقارية، وبذلك أزال مخاطر السيولة إلى حد كبير، وحيث إن فاني ماي وفريدي ماك هما اللتان تضمنان القروض، فقد بقي قدر كبير من مخاطر الائتمان في أيدي عمالقي الرهن العقاري اللذين كان حجمهما وتنوعهما يسمح لهما بالتعامل معها.

¹ - راندل دود، الرهونات العقارية الثانوية: مجسات أزمة، مجلة التمويل والتنمية، ديسمبر 2007، ص ص: 15-16.

وبعد هذا حصلت تطورات أخرى خاصة بعد اتهام مؤسسيتي فريدي ماك وفاني ماي من قبل الحكومة عام 2003م بعدم الالتزام بالمعايير المحاسبية الجديدة المتعلقة بضبط التعامل في المشتقات المالية، فاستغلت الفرصة بعض الشركات الكبرى في سوق المالية الأمريكية مثل ليمان براذرز leman Brothers وويلز فارغو wells fargo وجي بي مورغان JPMorgan، للدخول في سوق الرهن العقاري، فتوسعت العمليات بشكل كبير، وحصلت منافسات شديدة مما أثر على التخفيف من بعض القيود في منح القروض، وهكذا فإنه مع حلول منتصف عام 2006، وصلت حصة المؤسسات الحكومية الضامنة لما يجوزها من قروض إلى 43% بعد أن كانت 76% عام 2003. في حين أن شركات الـ وول ستريت وصلت 57%، بعد أن كانت 24% عام 2003. وبسبب تبدل ميزان القوى هذا وصل مستوى صكوك الدرجة الثانية (sub-prime) ما يتعدى قليلا 114 مليار دولار، بعد أن كان 37.4 مليار دولار في عام 2003. في حين أن قيمة صكوك الدرجة الأولى تعدت قليلا 67 مليار دولار من واقع 57.6 مليار دولار في عام 2003 وانخفضت على أثرها حصتها في سوق الرهن من 52% عام 2003 إلى 26% في منتصف 2006.¹

المطلب الثاني: حجم المشتقات المالية وارتباطها بأزمة الرهن العقاري

شهد عالم التمويل والأسواق المالية في سياق موجة العولمة المالية العديد من التطورات، ففي السنوات الأخيرة طغت ظاهرة على الأسواق المالية العالمية وهي إقبال منقطع النظير على المشتقات المالية، فالإقتصاد العالمي خاصة عند الدول المتقدمة اعتمد في العقد الأخير على نظام المشتقات المالية التي تعتمد على أصول غير حقيقية والتي هي نتاج ما يعرف بالعولمة المالية، ونتيجة للتقلبات المستمرة لأسعار هذه الأصول في البورصات العالمية خلال العقد الأخير ظهرت هذه الأزمة في هذا التوقيت.

أولاً: تضاعف حجم المشتقات المالية

من أهم أسباب الأزمة المالية العالمية هو نمو الإقتصاد الافتراضي أو ما يطلق عليه أيضا الإقتصاد الوهمي المتمثل في المشتقات المالية، على حساب الإقتصاد الحقيقي. فالإقتصاد الافتراضي وصل إلى ما يتراوح بين 12 ضعفا و15 ضعفا الإقتصاد الحقيقي العالمي السلعي والخدمي، وقد أصبح الإقتصاد الافتراضي يمثل كيانا عملاقا

¹ - أحمد مهدي بلواقي، مرجع سبق ذكره، 2009، ص ص: 265-266.

لا يقل عن 600 تريليون في مواجهة اقتصاد حقيقي لا يتعدى 48 تريليون، وقد زاد الوضع سوء بعد سماح هيئة الأوراق المالية الأمريكية لمصارف الاستثمار بزيادة نسبة الدين إلى رأس المال من 12 ضعفا إلى أكثر من 30 ضعفا. وعندما يكون هناك إقراض مفرط وغير حذر، وعندما يكون المقرضون غير واثقين من الاسترداد، يتم اللجوء إلى المشتقات مثل أوراق مبادلات التعثر الائتماني، للبحث عن الاحتماء من التعثر. إن بائع ورقة المبادلة (الدائن) يدفع علاوة للبائع (صندوق التحوط) في مقابل التعويض الذي سيقبضه في حال تعثر المدين، فإذا كان هذا الاحتماء مقصورا على الدائن الفعلي، ربما لا يكون هناك أي مشكلة لكن الذي حدث هو أن صناديق التحوط باعت أوراق هذه المبادلات ليس فقط إلى البنك المقرض الفعلي بل أيضا إلى عدد آخر كبير من البنوك التي تريد المراهنه على تعثر المدين. وبالمقابل، فإن حملة أوراق المبادلات يعيدون بيع هذه الأوراق إلى آخرين، وتكرر هذه العملية عدة مرات. وفي حين أن عقد التأمين الأصلي يعوض فقط الطرف المؤمن فعلا، فإنه في حالة أوراق مبادلات التعثر الائتماني هناك العديد من حملة هذه الأوراق الذين يجب تعويضهم، وهذا ما يزيد في حدة الخطر ويجعل من الصعب بالنسبة لصناديق التحوط والبنوك أن تفي بالتزاماتها.

ومنذ عام 1973، أصبحت إدارة الخطر المالي أداة أساسية لتأمين بقاء المنشآت التجارية والصناعية والمصرفية. وقد أظهر المسح الذي قامت به مجموعة الثلاثين 1993 أن 82% من المنشآت غير المالية في القطاع الخاص تستخدم المشتقات للتحوط من المخاطر التي تواجهها، 84% من المؤسسات المالية تستخدم المشتقات الناشئة من التمويل الجديد.

وحسب بنك التسويات الدولية، يصل المبلغ التقديري للتبادل التجاري المباشر في عقود المشتقات المالية التي لم تسدد بعد 592 تريليون دولار أمريكي بنهاية ديسمبر 2008، ما يعادل تقريبا عشرة أضعاف قيمة الناتج المحلي الإجمالي لجميع البلدان في العالم، والذي يبلغ حوالي 60 تريليون دولار أمريكي. والشكل الشائع للتجار في مشتقات القروض، أي مقايضات تخلف الائتمان، زاد بصورة ملحوظة في السنوات القليلة الماضية، وبلغ 58 تريليون دولار في ديسمبر 2007، أو ما يعادل 105% من الناتج المحلي الإجمالي العالمي، علما أن هذه النسبة كانت قد بلغت 15% في ديسمبر 2004. وفي نهاية شهر جوان 2009، بلغ حجم عقود المشتقات على اختلاف أصنافها 25371 بليون دولار أمريكي وهي موزعة كالتالي:

- 2470 بليون دولار أمريكي عقود مشتقات العملات.

- 15472 بليون دولار أمريكي عقود مشتقات سعر الفائدة.

- 879 بليون دولار أمريكي عقود مشتقات الأسهم.

- 689 بليون دولار أمريكي عقود مشتقات السلع.

- 5855 بليون دولار أمريكي عقود مشتقات أخرى.

الجدول رقم (3-4): تطور حجم المشتقات على الصعيد العالمي في نهاية ديسمبر من كل عام

(القيمة بالتريليون دولار)

2007	2006	2005	نهاية ديسمبر
596004	414.178	297.666	إجمالي قيمة المشتقات
56238	40.271	31.360	سوق الصرف
29144	19.882	15873	العقود الآجلة
14347	10.792	8504	عقود المبادلة
12748	9.579	6.984	عقود الخيارات
393138	291.582	211970	سعر الفائدة
26.599	18.668	14.269	اتفاقات العقود الآجلة
309588	229693	169.106	عقود المبادلة
56651	43221	28596	الخيارات
8509	7488	5793	عقود الملكية المرتبطة
2233	1767	1.177	العقود الآجلة والمبادلات
6276	5720	4617	الخيارات
9000	7115	5434	السلع
0.595	0.640	0.334	الذهب
8.405	6475	5.100	أخرى
5629	2813	1.909	الآجلة و المبادلة
2776	3663	3191	الخيارات
57894	28650	13.908	مبادلة الديون
32246	17879	10.432	مؤسسات منفردة
25648	10771	3.476	مؤسسات متعددة
71225	39740	29.199	غير مخصصة
56238	40276	31.360	إجمالي مبادلات المشتقات بالأسواق

المصدر: bank of international settlements, the annual report, October 2008

ثانيا: ارتباط المشتقات المالية بأزمة الرهن العقاري

تعد المشتقات المالية التي يتحدث عنها خبراء الاقتصاد بوصفها من الأسباب الجوهرية للأزمة المالية الراهنة في الولايات المتحدة الأمريكية، والتي انتقلت إلى العالم من المصادر الجديدة للتمويل، أي عندما تتوفر لدى المصرف محفظة كبيرة من رهون العقارية، فإنه يلجأ حينئذ إلى استخدام هذه المحفظة لإصدار أوراق مالية جديدة سندات يقترض بها من المؤسسات المالية الأخرى، ويقتصر الضمان هنا في هذه المحفظة. وهذه العملية يطلق عليه الاقتصاديون اسم التوريق، فالبنك في هذه الحالة لم يكتف بالإقراض الأول، وهو الاقتراض الأصلي بضمان العقار الأصلي الخاص بالمواطن الأمريكي الذي اشترى عقاره بالدين من البنك، بل قام بإصدار سندات جديدة بضمان محفظة رهون العقارية التي جمعها لديه، لتقوم مؤسسات مالية أخرى بشرائها. وهكذا، فإن العقار الواحد (العقار الأصلي) يعطي مالكة الحق في الاقتراض من البنك، غير أن البنك من جانبه يعيد استخدام نفس العقار ضمن محفظة أكبر من رهونات العقارية. وتستمر هذه العملية موجه بعد موجه، بحيث ينتج العقار الواحد طبقات متوالية من الإقراض بأسماء المؤسسات المالية واحدة بعد الأخرى، هكذا أدى تركز الاقتراض في قطاع واحد على زيادة المخاطرة وساعدت الأدوات المالية الجديدة (المشتقات) على تفاقم هذا الخطر بزيادة أحجام الاقتراض موجة تلو موجة.

إضافة إلى نقص أو انعدام الرقابة أو الإشراف الكافي على المؤسسات المالية بصفة عامة، وبشكل خاص بنوك الاستثمار وسماسرة رهون العقارية والرقابة على المنتجات المالية الجديدة مثل المشتقات المالية أو الرقابة على الهيئات المالية التي تصدر شهادات الجدارة الائتمانية. وتجدد الإشارة إلى أنه في خضم الأساليب التي اعتمدها الليبرالية في مجال تطوير الرأسمالية، تم استخدام محمول لكل ابتكارات ما يسمى بالهندسة المالية، من أدوات مالية جديدة معقدة تعمل خارج نطاق قانون والمراقبة والمساءلة، تم بها دعم المضاربات، ومن بين أدوات الهندسة المالية ما يلي:

1- المشتقات المالية

يقوم نظام الأسواق المالية على نظام المشتقات المالية التي تستخدم معظمها في المضاربة على الأسعار، حيث أدت إلى تركيز المخاطر بدلا من تفتيتها، وإخفائها بدلا من تقليلها، والمخاطر الناشئة عن استخدام المشتقات المالية لإدارة المخاطر التجارية الموجودة هي أكبر من المخاطر الأصلية، إذ يقول عنها بعض الغربيين بأنها أدوات للتدمير الشامل، أو قنابل موقوتة قابلة للانفجار في كل لحظة. وتشكل أدوات للقمار أو الرهان، وهي تفصل الخطر عن الأصل ذي العلاقة، ومن ثم تصير المخاطرة سلعة تتم المتاجرة بها، أضف إلى ذلك أن كل دولار خسارة في سوق العقار يمكن أن يؤدي إلى خسارة مضاعفة عدة أضعاف في سوق المشتقات. فحجم الديون

المرهن عليها بلغ 62 تريليون بنهاية 2007، مع أن حجم الرهن العقاري في الولايات المتحدة الأمريكية بأكمله لا يتجاوز 10 تريليون دولار، الأمر الذي يؤدي إلى تقلبات حادة في الأسواق المالية وإحداث فقاعات وانهيارات وأزمات.

والحقيقة أن المشتقات المالية لعبت دورا بالغ الأهمية في النمو المفرط للأنشطة المالية، وبالتالي في تحقق الانفصال ما بين الأنشطة الاقتصادية الحقيقية والأنشطة المالية.

ومن بين مميزات المشتقات المالية التي أسهمت في حدوث الأزمة ما يلي:

1-1- أدوات مالية وهمية

تعتبر المشتقات أدوات مالية وهمية لأنها تقوم على الاحتمالات، ولا يترتب عليها أي مبادلات فعلية للسلع والخدمات، فهي عينها المقامرات والرهانات التي تقوم على الحظ والقدر.

1-2- أدوات أكثر تعقيد

بالمقارنة مع ما كان سائدا منذ أكثر من 30 عاما مضت، فإن النظام المالي الحالي يكشف عن تمايزات أكثر غموضا بين مختلف أنواع القوى الفاعلة، وقدر أكبر من الاندماج، وكثير من أنواع القوى الفاعلة، وعلاقات أوثق بينهم ولكنها أكثر غموضا. وعلى الرغم من أن هذه التطورات ربما تكون قد حدثت نتيجة المبتكرات الرامية إلى تحسين كفاءة الوساطة المالية، فإنها قد أحدثت أيضا فرصا لزيادة الاقتراض لتحقيق الفاعلية المالية لتحويل المخاطر بين القوى الفاعلة بطرق غامضة وهو ما أدى إلى زيادة الصعوبة التي تواجهها الأسواق والمنظمون في تقدير المخاطر على أي مستوى، بينما ربما يكون نقص التنوع قد زاد احتمالات التحركات المنسقة التي قد تؤدي إلى زعزعة استقرار النظام.¹

1-3- غياب الشفافية

يعتبر عامل الغش وعدم الشفافية التي تتميز بها المشتقات المالية من الأسباب التي تقف وراء هذا الإعصار المالي إضافة إلى التغاضي عن الأخطاء، وتضخيم الإنجازات وتقديم أرقام وهمية عن الأرباح، وتواطؤ شركات المحاسبة والتدقيق مع مسؤولي هذه الشركات، وتوسيع دائرة الفساد بين المسؤولين الكبار في هذه الشركات وتقديم الرشاوى لمسؤولين حكوميين، هذا ما أدى فقدان المتعاملين الاقتصاديين ثقتهم في الأسواق المالية.

¹ - نويل ساكاسا، مرجع سبق ذكره، ديسمبر 2008، ص: 12.

1-4- استخدام المشتقات المالية في المضاربة

اتسعت في السنين الأخيرة المتاجرة بالمشتقات المالية، خاصة أن معظمها يستخدم في المضاربة على أسعار صرف العملات أو أسعار الفائدة. وبلغ حجم تجارة هذه المشتقات أضعافاً مضاعفة من حجم التداول السلعي المتاح في العالم، مما أدى إلى رفع الأسعار بشكل متصاعد، مع ضخامة عمليات المشتقات وتنوعها وعدم تأثيرها في النقدية أو الأصول أو الالتزامات الأخرى جعل الرقابة عليها من قبل مدققي الحسابات غاية في الصعوبة.

2- صناديق التحوط

وهي أيضاً أقرب للقمار منها للتجارة يشارك فيها أصحاب الملايين لتحقيق معدلات عوائد عالية بعيداً عن المراقبة الرسمية، وقد حذرت مؤسسة فيتش رانجز من سرعة تحول صناديق التغطية إلى مصادر مهمة لرأس المال بالنسبة لسوق الائتمان، إلا أن هناك مخاوف مشروعة من أن هذه الصناديق قد ينتهي بها المطاف إلى مضاعفة المخاطر دون تعمد منها وذلك يرجع إلى أن صناديق التغطية التي تستثمر في مشروعات عالية المخاطر إلى حد كبير، ليست كيانات تتسم بالشفافية أي أن أصولها وخصومها وأنشطتها في التداول لا يتم الإفصاح عنها علانية، وتكون أحياناً عالية الاستدانة، وتستخدم المشتقات، أو تقترض مبالغ كبيرة للاستثمار. لذلك لم يعرف المستثمرون والهيئات التنظيمية سوى القليل عن أنشطة صناديق التغطية بينما يكون تأثيرها في أسواق الائتمان العالمية.

المطلب الثالث: سبل علاج الأزمة المالية العالمية

نظراً لخطورة هذه الأزمة واستفحالها، فإن الكثير من الدول قد بادرت بالعديد من الإجراءات التي تساهم في الحد من أثرها أو التقليل من وطأها باعتبارها من الأزمات الدورية اللصيقة بالنظام الرأسمالي منذ نشأته، وقد شهد كثير من الرأسماليين بأهمية التمويل الإسلامي ودوره في إنقاذ الاقتصاد الغربي.

أولاً: خطط الإنقاذ العالمية لمواجهة الأزمة

اتخذت كثير من الدول والمجموعات الاقتصادية في العالم، مجموعة من الاقتراحات والسياسات العملية ترجمت إلى إجراءات اقتصادية ونقدية ومالية وتشريعية في خطوات منسقة طغى عليها الطابع التكتلي، لإنقاذ الأسواق المالية ومواجهة تداعيات الأزمة المالية العالمية، ويمكن ذكر أهم هذه الجهود بشكل مختصر فيما يلي:

1- الولايات المتحدة الأمريكية ومواجهة الأزمة

بمجرد إعلان بنك ليمان براذرز عن إفلاسه في منتصف شهر سبتمبر 2008، أدركت الحكومة الأمريكية أن الأزمة المالية التي كانت تواجهها على مدى ما يزيد عن العام قد دخلت في مرحلة الأزمات المالية الكبرى، ومن ثم سارعت بالتدخل بسياسات غير مسبوقة ضمن خطة إنقاذ أكتوبر 2008 سميت في الولايات المتحدة الأمريكية بخطة بولسون نسبة لوزير خزانها آنذاك هنري بولسون وقد صادق عليها مجلس النواب والشيوخ. وفي أول رد فعل اتخذ مجلس الاحتياطي الاتحادي (البنك المركزي الأمريكي) إجراء يقضي بتخفيض سعر الفائدة إلى 2% ثم إلى نسبة مقاربة للصفر وذلك على سبيل الحد من التداعيات السلبية لتلك الأزمة ولتجنب حدوث انكماش للاقتصاد الأمريكي.

وتسعى الإدارة الأمريكية عبر مشروع خطة إنقاذ القطاع المصرفي إلى قيام الدولة بشراء أصول هالكة بقيمة 700 مليار دولار مرتبطة بالرهون العقارية، حيث تهدف هذه الخطة إلى تأمين حماية أفضل للمدخرات والأموال العقارية التي تعود إلى دافعي الضرائب، وحماية الملكية وتشجيع النمو الاقتصادي وزيادة عائدات الاستثمارات إلى أقصى حد ممكن.

وينص القانون على مهلة لهذه الخطة تنتهي يوم 31 ديسمبر 2009 مع احتمال تمديدها بطلب من الحكومة لمدة أقصاها سنتين اعتباراً من تاريخ إقرار الخطة، ويتم تطبيق خطة إنقاذ القطاع المصرفي على مراحل بإعطاء الخزينة إمكانية شراء أصول هالكة بقيمة تصل إلى 250 مليار دولار في مرحلة أولى، مع احتمال رفع هذا المبلغ إلى 350 مليار دولار بطلب من الرئيس. ويملك أعضاء الكونغرس حق الفيتو على عمليات الشراء التي تتعدى هذا المبلغ مع تحديد سقفه في 700 مليار دولار. وتساهم الدولة في رؤوس أموال وعوائد الشركات المستفيدة من هذه الخطة مما يسمح بتحقيق أرباح إذا تحسنت ظروف الأسواق، كما يكلف وزير الخزانة التنسيق مع السلطات والمصارف المركزية لدول أخرى لوضع خطط مماثلة.

وأدرجت في نص خطة إنقاذ القطاع المصرفي مادتان جديدتان هما:

أولاً: رفع سقف الضمانات للمودعين من 100 إلى 250 ألف دولار لمدة عام واحد.

ثانياً: إعفاءات ضريبية تبلغ قيمتها حوالي 100 مليار دولار للطبقة الوسطى والشركات.

2- الجانب الأوربي ومواجهة الأزمة

في أول رد فعل سارعت الدول الأوروبية -بشكل منفرد- إلى تبني عدد من الإجراءات لكبح جماح الأزمة، فقد قامت الحكومة الألمانية بتقديم ما قيمته 500 مليار يورو مساهمة في إنقاذ ودعم البنوك بها.

كما قدمت فرنسا أيضا خطة أبان عن ملامحها الرئيس الفرنسي ساركوزي والذي قال في البرلمان الأوربي "يجب أن يتم التأمين الجزئي للشركات الصناعية" وقد وضعت فرنسا خطة للنهوض بالاقتصاد ومقدارها 10.23 مليار يورو منها 5 مليار يورو تضخ البنية التحتية في قطاعي النقل والطاقة. كما قدمت فرنسا حوالي 26 مليار يورو في شكل قروض وتخفيضات ضريبية لشركات الاستثمار في عام 2009.

- **الدنمارك:** حذت حذو ألمانيا بضمان جميع حسابات التوفير.

- **بريطانيا:** في إجراء مماثل أعلنت الحكومة البريطانية أنها ستضخ 37 مليار جنيه إسترليني لدعم ثلاثة من أكبر البنوك البريطانية.

- **اسبانيا:** أعلنت الحكومة الإسبانية عن تخصيص نحو مائة مليار يورو كضمان للقروض بين البنوك.

ثانيا: معالم تخطي الأزمة المالية في ميزان الاقتصاد الإسلامي

أمام الصناعة المالية الإسلامية اليوم فرصة ذهبية لتقديم التمويل الإسلامي بديل عن النظام الرأسمالي وعن النظام الاشتراكي معا. ولكن لكي يتم استغلال هذه الفرصة يجب أن نحرص هذه الصناعة على اعتماد منتجات وأدوات مالية تجسد فلسفة الاقتصاد الإسلامي ومبادئه، أما إذا كانت هذه المنتجات مجرد إعادة صياغة للمنتجات التقليدية، لتكون النتيجة في النهاية هي ذات الهرم المقلوب الذي يهدد الرأسمالية، فيكون العالم الإسلامي قد خسر مرتين: مرة حين حرم العالم من الاقتصاد الإسلامي، ومرة حين وقع في مستنقع الرأسمالية.

1- حجم السوق المالية الإسلامية

شهدت سوق الأدوات المالية الإسلامية رواجاً واسعاً نظراً لفائض السيولة التي أغرقت به المؤسسات المالية الإسلامية بفضل الطفرة النفطية، حيث تشير الدراسات إلى أن حجم السوق المالية الإسلامية يشكل 260 مليار دولار وتعادل 20% من القطاع المالي العالمي، فيما بلغ عدد المسلمين في العالم ما يزيد على 1.5 مليار نسمة يشكلون 25% من سكان العالم، تتنامى لديهم الرغبة في تفضيل المنتجات المالية الإسلامية. كما أن القطاع المالي ينمو سنوياً بنسبة 15-17%. وبالمثل هناك إقبال متزايد من قبل صناديق التحوط ومؤسسات

الاستثمار التقليدي على الأوراق المالية سعياً لزيادة العائد وتنويع الاستثمارات، وأدى ذلك إلى طفرة في معاملات التوريق الإسلامي تمخضت عن زيادة إصدارات الصكوك.

وتعد الصكوك الإسلامية من أفضل أدوات التمويل للمشروعات فهي البديل الإسلامي للسندات والتي تصدر مقابل أصول غالباً ما تكون عقارية أو أوراق مالية ذات عائد. وقد احتلت الصكوك الإسلامية الصدارة كقناة استثمارية أساسية خصوصاً بالنسبة للمؤسسات المالية الكبرى التي تبحث عن أدوات للاستثمار تتوافق مع الشريعة الإسلامية، وقد حققت الصكوك الإسلامية قفزات نوعية من حيث العوائد، وحازت على اهتمام السوق الإسلامية والغربية، وأحيطت هذه الإصدارات برقابة شرعية تضمن سلامة الإجراء والتنفيذ من حيث موافقتها لأحكام الشريعة الإسلامية السمحاء، ولم تؤثر أزمة الائتمان العالمي على إصدارات الصكوك حيث أكد تقرير حديث لوكالة موديز العالمية للتقييم الائتماني أن إجمالي إصدارات الصكوك في منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا وآسيا سجلت نمواً بمعدل 71% في العام 2007، حيث وصلت إلى 32.65 مليار دولار، كذلك ارتفع عدد الصكوك من 109 عام 2006 إلى 119 عام 2007، كما زاد متوسط حجم الصفقات من 175 مليون دولار 2006 إلى 269.8 مليار دولار 2007.

وتتم إصدار الحصة الأكبر من الصكوك في قطاع الخدمات المالية وبلغت 31% من حجم الإجمالي وتلتها العقارات بنسبة 25% والطاقة والخدمات بنسبة 12%. وجاءت صكوك المشاركة بالمرتبة الأولى من حيث حجم الإصدار 12.9 مليار دولار تلتها صكوك الإجارة 10.13 مليار دولار.

2- أدوات الاقتصاد الإسلامي لتجنب الأزمات المالية العالمية

من المثير للدهشة وجود دعوات غربية من دول أوروبا، دعت إلى تغيير النظام الاقتصادي الرأسمالي والخروج من الأزمة المعاصرة من خلال الاعتماد على مفاهيم الاقتصاد الإسلامي الذي يعتمد على الأحكام الشرعية وفق المبادئ والأسس الإسلامية من حيث رفض الفائدة (الربا) ورفض الاحتكار وتجنب المضاربة بالنقود.

2-1- موارد البنوك الإسلامية

تنقسم البنوك الإسلامية إلى الموارد الذاتية والموارد غير الذاتية (الخارجية)، فبالنسبة إلى الموارد الذاتية في البنوك الإسلامية فإنها من حيث المسمى والشكل تتشابه نوعيتها في البنوك التقليدية من حيث حقوق الملكية (رأس المال المدفوع والاحتياطات والمخصصات) وإن اختلفت في درجة الاعتماد عليها وفي درجة أهميتها، فيعد رأس المال المدفوع جانباً أساسياً في جملة موارد البنك الإسلامي، لذلك فإن نسبة حقوق المساهمين في البنوك الإسلامية تفوق ما يمثّلها في البنوك التقليدية. أما بالنسبة إلى الموارد غير الذاتية (الخارجية) التي تتمثل في الودائع بأنواعها المختلفة، فإن الودائع في البنوك الإسلامية تختلف عنها في البنوك التقليدية، سواء من حيث

مسميات بعضها، أو من حيث الأوزان النسبية لكل منها إلى إجمالي الودائع أو من حيث ما تحققه لأصحابها في نهاية آجالها، وتمثل موارد البنوك الإسلامية فيما يلي:¹

2-1-1- الحسابات الجارية (تحت الطلب)

تلك الحسابات لا تختلف عن مثلتها في البنوك التقليدية من حيث التزام البنك بها قبل المودعين عند الطلب، إلا أن الأهمية النسبية لتلك الودائع تختلف بالنسبة إلى البنوك التقليدية حيث يتم تغذية تلك الحسابات بقيمة القروض والسلفات الممنوحة للعملاء. أما بالنسبة إلى البنوك الإسلامية، فإن تلك الحسابات تقتصر على خدمة العمليات المصرفية الأخرى غير القائمة على نظام الفائدة.

2-1-2- الحسابات الاستثمارية

تختلف طبيعتها عن طبيعة الودائع غير الجارية في البنوك التقليدية، حيث ترتبط البنوك الإسلامية مع عملائها سواء أكانوا مودعين أم مستخدمين لهذه الموارد بعلاقة مشاركة بين رأس المال والعمل قائمة على مبدأ تحمل نتائج العمليات ربحاً أو خسارة أي ليست علاقة دائنية ومديونية.

وتنقسم الحسابات الاستثمارية في البنوك الإسلامية إلى نوعين هما:

2-1-2-1- ودائع استثمارية مع التفويض

فيها يخول المودع البنك الإسلامي باستثمار وديعته في أي مشروع من مشروعات البنك سواء محلياً أو خارجياً ويتم تحديد العائد في نهاية كل فترة زمنية معينة بناء على نتائج العمليات.

2-1-2-2- ودائع استثمارية دون تفويض

حيث يختار المودع مشروعاً معيناً من مشروعات البنك، وقد يحدد أجل الوديعة أو قد لا يحدد، ويستحق العميل نصيباً من أرباح ذلك المشروع بالنسب المتفق عليها.

2-2- استخدامات البنوك الإسلامية

من منطلق المبادئ التي تحكم البنوك الإسلامية والسمات التي تميزها عن غيرها من البنوك التقليدية، فإنه يتمتع على البنوك الإسلامية القيام ببعض أنواع التوظيفات التي تباشرها البنوك التقليدية وخاصة التعامل في الأوراق المالية ذات الفوائد الثابتة، وتنقسم أساليب توظيف الموارد لدى البنوك الإسلامية إلى مجموعتين هما:

¹ - أحمد شعبان محمد علي، الارتباط بين الاقتصاد العيني والاقتصاد المالي ودور الاقتصاد الإسلامي ومؤسساته المعرفية في تجنب الأزمات المالية، المؤتمر العلمي العاشر "الاقتصادات العربية وتطورات ما بعد الأزمة الاقتصادية العالمية"، بيروت، لبنان، 19-20 ديسمبر 2009، ص: 26-27.

2-2-1- المجموعة الأولى

وهي أساليب الاستثمار المباشر التي تكون بالمساهمة المباشرة في رؤوس أموال المشروعات الاستثمارية، وتعمل وفقا لأحكام الشريعة الإسلامية وتغطي كافة أوجه النشاط الاقتصادي، وتساعد بشكل أساسي في عملية توفير متطلبات عملية التنمية الاقتصادية والاجتماعية.¹

2-2-2- المجموعة الثانية

وهي أساليب الاستثمار بالمشاركة مع الغير، وتمثل فيما يلي:

2-2-2-1- التمويل بالمشاركة

هو عقد شركة يعرف في المعاملات المالية في الفقه الإسلامي بشركة العنان في المال، وهو بين اثنين فأكثر، على أن يتجروا في رأسمال مشترك بينهم، ويكون نصيب كل من الشركاء في الربح جزء شائعاً في الجملة غير محدد المقدار.

وتدور العلاقة بين البنك والعميل في إطار المشاركة بين الطرفين من ربح أو خسارة، ويتم توزيع الأرباح طبقاً لما يتم الاتفاق عليه في عقد المشاركة على أساس احتساب نسبة من صافي الربح مقابل الإدارة والعمل ويوزع الباقي بنسبة حصة كل من الشريكين (البنك والعميل) في رأس المال. أما حالة الخسارة، فيتم توزيعها بين الشريك والبنك بنسبة تمويل كل منهما ولا يتحمل العميل الشريك القائم بالإدارة حيث إنه قدم مجهوده وعمله دون مقابل، أي حقق خسارة عمله.

ويتأسس عقد التمويل بالمشاركة على الوكالة والأمانة، فلكل شريك يوكل الآخر ويأذن له بالتصرف في ماله ويؤمنه عليه.²

2-2-2-2- التمويل بالمضاربة

وتسمى كذلك بالتمويل بالمقارضة وتعني اتفاقية بين طرفين بموجبها يقدم أحد الأطراف رأس المال ويسمى رب المال بينما يقدم الآخر العمل على أن يتم تقسيم الأرباح الناتجة عن هذا المشروع وفقاً لنسب يتراضى عليها الطرفان، وهي في ذلك تختلف عن الربا في كون أن العائد غير محدد سلفاً كنسبة من رأس المال وإنما نسبة من الأرباح وبالتالي فهي متغيرة وقد لا تتحقق.

¹ - أحمد شعبان محمد علي، مرجع سبق ذكره، ديسمبر 2009، ص: 27.

² - نفس المرجع أعلاه، ص: 27-28.

والتمويل بالمضاربة عبارة عن تقسيم رأس مال إلى حصص متساوية، فبدلاً من تقديمه بواسطة طرف واحد يتعدد مقدموه.¹

2-2-2-3- المزارعة

هي عقد شركة على الزرع ببعض الخارج من الأرض من المحاصيل، وفيها طرفان صاحب الأرض وهو شريك بالأرض أساساً، وصاحب العمل وهو المزارع الذي يقوم بالعمل في الأرض بجهد وخبرته، وقد يتفق الطرفان على أن يقدم أي منهما ما تبقى من عناصر الزراعة الأخرى وتوزع المحاصيل الناتجة بينهما بحسب الاتفاق.²

2-2-2-4- المساقاة

هي عقد شركة على خدمة البساتين أو الأشجار أو النخيل المثمرة كالفاكهة وما يشبهها مقابل نصيب من الثمار الناتجة، يحدد بحسب الاتفاق كجزء معلوم مشاع، وفيها طرفان صاحب البستان والشريك القائم عليه بالسقي والموالة بخدمته حتى تنضج الثمار.³

2-2-2-5- بيع السلم

هو بيع شيء موصوف مؤجل في الذمة بثمن معجل، أي أنه شراء سلعة مؤجلة بثمن مدفوع حالا، وهو نوع من البيوع يؤجل فيه تسليم المبيع ويعجل فيه تسليم الثمن. ولذا يعرفه الفقهاء بأنه "بيع آجل في الذمة بثمن عاجل"،⁴ ولا يتم تداول عقود السلم في الأسواق المنظمة أو خارجها فهي اتفاق طرفين ينتهي بتسليم سلع عينية وتحويل ملكيتها.⁵

2-2-2-6- بيع الاستصناع

هو عقد بيع سلعة موصوفة في الذمة يلتزم البائع بصنعها بمادة من عنده مقابل ثمن يدفعه المشتري.⁶ ويمكن الاتفاق على سداد القيمة على مراحل مختلفة تبعاً للتنفيذ بدلاً عن السداد دفعة واحدة عند بداية تنفيذ العقد.

¹ - عبد القادر خداوي مصطفى ويزيرية أحمد، الأدوات المالية الإسلامية بين محدودية التعامل وإمكانيات التطور في السوق المالية الإسلامية، الملتقى الدولي الثاني "الأزمة

المالية العالمية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية"، 5-6 ماي 2009، المركز الجامعي خميس مليانة، الجزائر، ص: 6.

² - أحمد شعبان محمد علي، مرجع سبق ذكره، ديسمبر 2009، ص: 31.

³ - نفس المرجع أعلاه، ص: 31.

⁴ - نفس المرجع أعلاه، ص: 31.

⁵ - طارق الله خان وحبيب أحمد، إدارة المخاطر، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، المملكة العربية السعودية، 2003، ص: 68.

⁶ - أحمد شعبان محمد علي، مرجع سبق ذكره، ديسمبر 2009، ص: 31.

وهذا التدبير يقلل كثيرا من تعرض المصرف للمخاطر الائتمانية من خلال التقدم المتوازن في سداد القيمة وفي تنفيذ الأعمال المتفق عليها.¹

2-2-2-7- التاجير

يرتكز التاجير على بيع المنفعة، فالممول يقوم بشراء الأصول والمعدات والأجهزة المطلوبة من المستأجر لمدة محددة مقابل إيجار دوري، ويتخذ هذا الأسلوب عدة أنواع منها الشراء من البائع والتاجير له، التاجير المباشر، الإيجار المنتهي بالتمليك.²

2-2-2-8- بيع المراجعة

وهي أن يقوم البنك الإسلامي بشراء بضاعة أو تجهيزات للعميل بطلب منه، ثم يعيد بيعها له مع هامش ربح معين ومتفق عليه.³

¹ - طارق الله خان وحبيب أحمد، مرجع سبق ذكره، 2003، ص: 158.

² - صالح صالحى وعبد الحليم غربي، كفاءة التمويل الإسلامي في ضوء التقلبات الاقتصادية الدورية، الملتقى الدولي حول "أزمة النظام المالي والمعرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية" جامعة الأمير عبد القادر، قسنطينة، الجزائر، 05-06 ماي 2009، ص: 2-3.

³ - سليمان ناصر، علاقة البنوك الإسلامية بالبنوك المركزية الحديثة في ظل المتغيرات الدولية الحديثة، مكتبة الريام، الجزائر، الطبعة الأولى، 2006، ص: 176.

خلاصة الفصل الثالث

تطرق هذا الفصل للأزمة المالية العالمية وذلك من خلال التعريف بالأزمة وأنواعها وأهم الأزمات التي تعرضت لها مختلف الدول النامية والمتقدمة.

وتجدر الإشارة إلى أن الأزمات المالية لا تعتبر ظاهرة حديثة بأي حال من الأحوال، بل إنها تخضع في كثير من الأحيان لنفس القوى التي طالما مارست تأثيرها في مختلف الأزمات. غير أنه يبدو بالفعل أن الابتكارات المالية وزيادة التكامل بين الأسواق المالية العالمية خلال العقدين الماضيين من القرن السابق قد أضفا بعض العوامل والمخاوف الجديدة لدرجة أنه على الرغم من وجود بعض الاختلافات في أوجه الشبه بين تلك الأزمات، إلا أن تلك التي وقعت في السنوات الأخيرة قد اختلفت عما سبقتها في الوقوع في نواح هامة. ويمكن القول أن انتشار الأزمات وآثارها المعدية قد بدا أكثر وضوحا وأبعد أثرا من قبل.

والجدير بالذكر أن فداحة هذه الأزمة الراهنة والآثار الناجمة عنها سوف تجعل بالتأكيد من مراجعة وإصلاح القطاع المالي العالمي عامة والقطاع المالي الأمريكي على وجه الخصوص، والتفكير جديا في إعادة النظر في كثير من الممارسات التي كانت وراء هذه الأزمة. وفي ظل هذه الظروف، يناشد كثير من المفكرين بانتهاج الاقتصاد الإسلامي في صناعة الهندسة المالية، القائم على حرية الابتكار والإبداع للأدوات المالية طالما اتسمت تلك المنتجات بالحلال من الناحية الشرعية، والكفاءة من الناحية الاقتصادية.

الفصل الرابع

الدراسة التطبيقية لأثر استخدام المشتقات المالية ومساهمتها في إحداث الأزمة

الفصل الرابع: الدراسة التطبيقية لأثر استخدام المشتقات المالية ومساهمتها في إحداث الأزمة

يعتبر الاقتصاد الكويتي أحد أهم الاقتصادات في المنطقة الإقليمية بالخليج العربي، وأحد أهم الدول المصدرة للنفط، ويكتسب هذا الاقتصاد أهميته باتسامه بالعديد من المقومات والعوامل البارزة منها توفره على سوق مالية نشطة. فقد عرف الكويتيون التعامل في الأسهم منذ أول شركة مساهمة كويتية طرحت أسهمها للاكتتاب العام سنة 1952 وهو بنك الكويت الوطني، ثم أخذت الشركات المساهمة بعد ذلك في التزايد حتى أصبحت تمثل منفذا استثماريا للأموال التي تراكمت من النشاط الاقتصادي خاصة بعد اكتشاف النفط.

وفي أوت 1971، صدر قرار وزير التجارة والصناعة بشأن تنظيم تداول الأوراق المالية الخاصة بالشركات المساهمة الكويتية. وبعدها في فيفري 1972، تم افتتاح أول مقر للبورصة بمدينة الكويت. وفي أبريل من عام 1977، تم افتتاح بورصة الأوراق المالية في الكويت والتي سميت بسوق الكويت للأوراق المالية.

وتأثرت الكويت كسائر الدول بآثار الأزمة المالية العالمية، وكان أكبر نتاجها على الكويت هو انخفاض أسعار النفط والذي له تأثير كبير على الحالة المالية للدولة. وقد تضافرت العديد من العوامل التي أدت إلى نشوء هذه الأزمة، منها أسباب ناشئة عن ضعف في الانضباط الائتماني والتراخي في شروط منح الائتمان والإفراط في إصدار المنتجات المبتكرة والمهيكلّة ذات المخاطر العالية، مع ضعف الدور الرقابي والإشرافي والتنظيمي لهذه الأدوات وكذا استعمالها في المضاربات.

من هنا، جاء هذا الفصل ليدرس مدى تأثير سوق الكويت للأوراق المالية بالأزمة المالية العالمية من جهة، وتأثير استخدام المشتقات المالية ومدى مساهمتها في إحداث أزمة في سوق الكويت للأوراق المالية من جهة أخرى.

ومن خلال هذا يتم تقسيم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث هي كما يلي:

- ماهية سوق الكويت للأوراق المالية؛
- تأثير الأزمة على سوق الكويت للأوراق المالية؛
- تأثير المشتقات المالية على إحداث أزمة مالية في سوق الكويت للأوراق المالية.

المبحث الأول: ماهية سوق الكويت للأوراق المالية

تم تأسيس سوق الكويت للأوراق المالية منذ حوالي ربع قرن؛ وذلك تبعا للقرار الوزاري رقم 35 لسنة 1983، حيث جاء فيه أن سوق الكويت للأوراق المالية هي مؤسسة تتمتع بالشخصية المعنوية المستقلة، وله أهلية التصرف في أمواله وفق التقاضي بما يساعده على تسيير أعماله لتحقيق الأهداف على الوجه الأمثل، وذلك طبقا للقوانين، والأنظمة المتعلقة بنشاط السوق. من خلال هذا يسعى بأن يكون أهم وأحدث الأسواق في المنطقة وفي العالم من خلال توفير كافة الوسائل التقنية والتشريعية اللازمة لجعله محل اهتمام وجذب للمستثمرين المحليين والأجانب من خلال توفير سوق عادلة للتعامل بالأوراق المالية وتمتاز بدرجة عالية من الشفافية والكفاءة والسيولة والعمق.

وقصد التعمق أكثر في محتويات سوق الكويت للأوراق المالية والتفصيل فيها، يتم تقسيم هذا المبحث إلى ثلاثة مطالب هي:

- الإطار التنظيمي لسوق الكويت للأوراق المالية؛
- الإطار التشريعي لسوق الكويت للأوراق المالية؛
- الإطار العملي لسوق الكويت للأوراق المالية.

المطلب الأول: الإطار التنظيمي لسوق الكويت للأوراق المالية

تدار السوق برئاسة وزير التجارة والصناعة، كما يعين بالسوق مديرا متفرغا بمرسوم أميري يتجدد كل أربع سنوات، وتقوم لجنة السوق بوضع الخطط التنظيمية الخاصة بالتعامل في الأوراق المالية داخل السوق، والرقابة على تطبيقها، وتضع اللجنة شروط إدراج الشركات في السوق كما تحدد الأدوات الاستثمارية التي يتم تداولها.

أولاً: مهام سوق الكويت للأوراق المالية

- تتولى سوق الكويت للأوراق المالية تنظيم ومراقبة السوق المالية، ولها على وجه الخصوص ما يلي:¹
- تنظيم وحماية عمليات تداول الأوراق المالية.
 - تحديد أساليب التعامل في الأوراق المالية بما يضمن سلامة المعاملات وتوفير الحماية للمتعاملين.
 - تطوير السوق المالية على نحو يخدم أهداف التنمية الاقتصادية.
 - تنمية روابط السوق بالأسواق الإقليمية والعالمية ومواكبة المعايير المتبعة في هذه الأسواق.

ثانياً: أهداف سوق الكويت للأوراق المالية

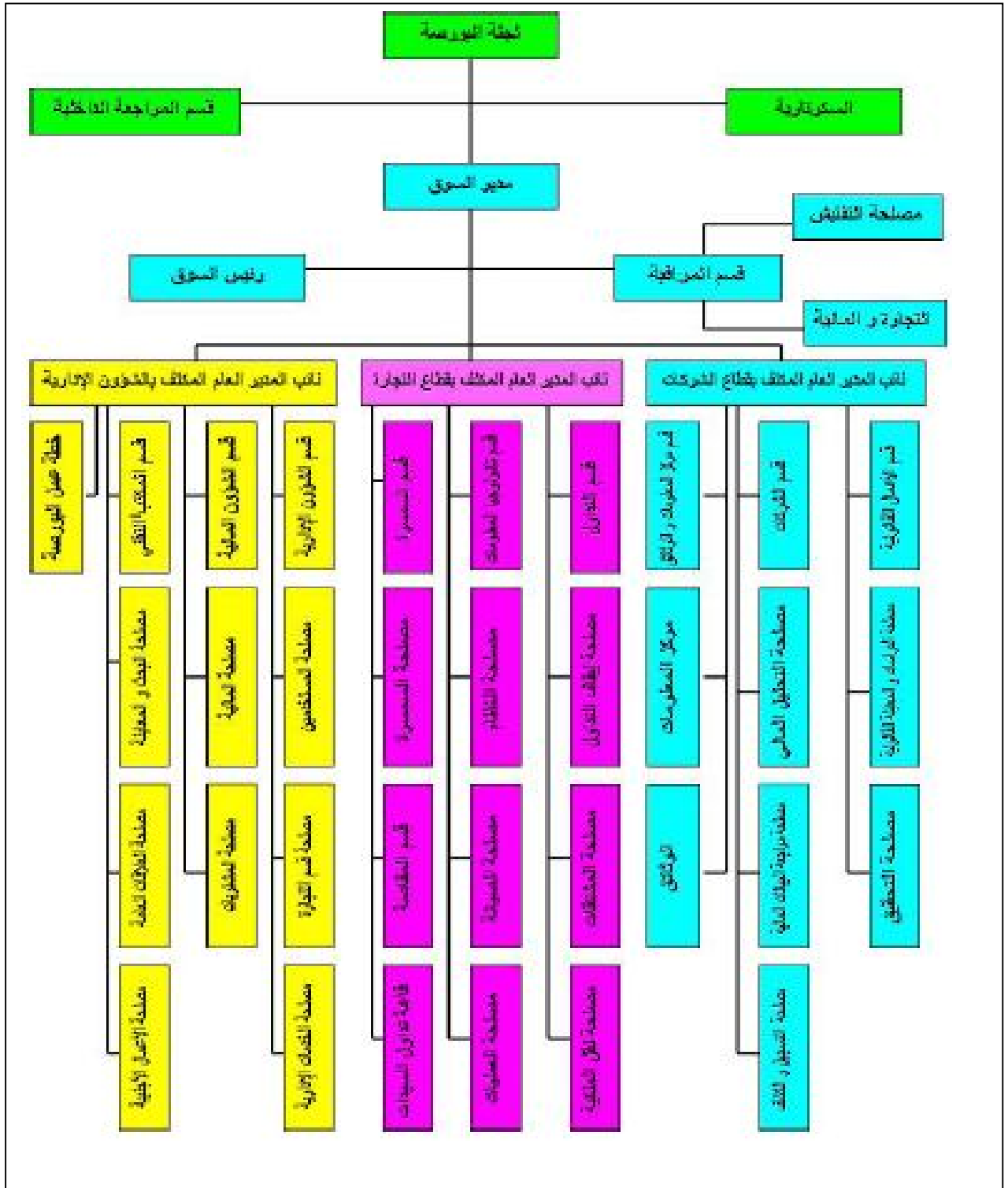
- تتمثل أهداف السوق المالية فيما يلي:²
- العمل على تطوير السوق المالية في الكويت على نحو يخدم عمليات التنمية الاقتصادية في البلاد، ويساعد في تحقيق أهداف السياسة الاقتصادية للدولة، وتطوير وترشيد أساليب التعامل في السوق بما يكفل سلامة المعاملات ودقتها وسيرها ويوفر الحماية للمتعاملين.
 - إنشاء الصلات والروابط مع الأسواق المالية الخارجية والاستفادة من أساليب التعامل في هذه الأسواق بما يساعد على سرعة وتطوير السوق المالية الكويتية.

¹ - المادة 03 من المرسوم الصادر بقصر السيف بتاريخ 14 أوت 1983 والخاص بتنظيم سوق الكويت للأوراق المالية، والمعدلة بالمرسوم رقم 185 لسنة 2005 الخاص بتعديل بعض أحكام المرسوم الخاص بتنظيم سوق الكويت للأوراق المالية.

² - أهم البورصات في العالم، اتحاد الشركات الاستثمارية، الطبعة الأولى، نوفمبر 2008، ص ص: 6-7.

ثالثا: الهيكل التنظيمي لسوق الكويت للأوراق المالية

الشكل رقم (4-1): الهيكل التنظيمي لبورصة الكويت



رابعاً: إدارة السوق

بعدما تم التعرف على مهام وأهداف سوق الكويت للأوراق المالية وكذا هيكلها التنظيمي، يتم الآن التطرق لإدارة السوق المكونة من:

1- لجنة السوق

تعتبر أعلى سلطة في إدارة سوق الكويت للأوراق المالية، ويصدر بتشكيل لجنة السوق قرار من مجلس الوزراء بناء على عرض وزير المالية والاقتصاد ولمدة ثلاث سنوات قابلة للتجديد، كما يحدد مجلس الوزراء بقرار منه مقدار مكافآتهم.¹

1-1- الأعضاء

تتكون لجنة سوق الكويت للأوراق المالية من عشرة (10) أعضاء وهم:²

- رئيس اللجنة وهو وزير التجارة والصناعة.
- نائب الرئيس وهو مدير سوق الكويت للأوراق المالية.
- عضو من وزارة المالية.
- عضو من البنك المركزي.
- عضو من وزارة التجارة.
- أربعة أعضاء من غرفة تجارة وصناعة الكويت ويكون بينهم أحد الوسطاء.
- عضوان من ذوي الخبرة والكفاءة ويختارهما مجلس الوزراء بترشيح من وزير التجارة والصناعة.
- أما في الجزائر فتتكون لجنة *COSOB* من ستة أعضاء ورئيس وهم:
 - رئيس اللجنة ويعين بمرسوم رئاسي.
 - قاض يقترحه وزير العدل.
 - عضو يقترحه وزير المالية.
 - عضو يقترحه محافظ البنك المركزي.
 - عضو يقترحه وزير التعليم العالي والبحث العلمي على أساس كفاءته وتخصصه في المجال المالي والبورصة.
 - عضو يختار من ضمن مسيري الأشخاص المصدرين للقيم المنقولة.
 - عضو يقترحه المصنف الوطني للخبراء المحاسبين.

¹ - رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، 2006/2005، ص: 217.

² - علي بن الضب، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2009/2008، ص ص: 171-172.

إذا ما قورن بين اللجنتين يلاحظ أن اللجنة الكويتية (10 أعضاء) ذات أعضاء أكثر من الجزائرية (06 أعضاء) ويرأسها وزير التجارة والصناعة على خلاف اللجنة الجزائرية التي يرأسها رئيس معين من قبل رئيس الجمهورية. لم تشترط اللجنة الكويتية القضاة والخبراء المحاسبين بنص صريح على عكس اللجنة الجزائرية التي تشترط عضوان، وهما قاض مقترح من قبل وزير العدل وعضو مقترح من قبل المصنف الوطني للخبراء المحاسبين.

لا يوجد في اللجنة الجزائرية *COSOB* أي عضو ينتسب لوزارة التجارة والتي نالت حصة الأسد في اللجنة الكويتية (الرئيس، عضو، أربعة أعضاء). في حين نال كل من البنك المركزي ووزارة المالية نفس النصيب في العضوية بالنسبة للجتنتين. أما على العهدة فتدوم أربع سنوات بالنسبة للجنة الجزائرية، بينما الكويتية لمدة ثلاث سنوات قابلة للتجديد.

1-2- مهام لجنة سوق الكويت للأوراق المالية

تتمثل المهام أساسا في وضع القواعد والسياسات العامة للسوق في إطار الأهداف المحددة، وتمارس لجنة السوق جميع الاختصاصات اللازمة لإدارة السوق وتكون مسؤولة بصفة خاصة عما يلي:¹

- وضع القواعد التشغيلية الخاصة بالتعامل في الأوراق المالية داخل السوق والرقابة على تطبيقها والإشراف على عمليات تداول هذه الأوراق.

- اتخاذ ما يلزم من إجراءات نحو العمليات المشكوك في سلامتها، وذلك طبقا لأحكام اللائحة الداخلية.
- النظر في طلبات قيد الوسطاء وقيد أسهم الشركات المساهمة الكويتية أو أية أوراق مالية أخرى في السوق والبت فيها.
- وقف العمل مؤقتا في السوق أو في أسهم شركة أو أكثر في حالة حدوث ظروف استثنائية تهدد حسن سير العمل وانتظامه.

- الموافقة على تقديرات الميزانية السنوية للسوق على الحسابات الختامية، وتعيين مراقبي الحسابات.

كما يقدم رئيس هذه اللجنة إلى مجلس الوزراء تقريرا مفصلا كل ثلاثة أشهر عن أعمال السوق وأوضاع المستثمرين يتضمن ما تحقق من أداء في ضوء السياسة العامة للدولة على المدى الطويل.

2- مدير السوق

يتمتع مدير السوق بكافة الصلاحيات اللازمة لإدارة السوق، وإصدار التعليمات الخاصة بذلك. ويكون تعيين مدير السوق بمرسوم بناء على عرض وزير المالية والاقتصاد ولمدة أربع سنوات قابلة للتجديد، وتحدد

¹ - رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، 2006/2005، ص ص: 217-218.

مكافأته وجميع الحقوق المالية بقرار من مجلس الوزراء¹ وهو المسؤول على تنفيذ قرارات اللجنة، كما يعتبر الممثل القانوني للسوق ويحق له التوقيع عنه، وتوجد للمدير صلاحيات أخرى هي:²

- تقديم الاقتراحات للجنة السوق وكذلك الدراسات والأنظمة اللازمة لقيام السوق بالمساهمة مع الجهات المتخصصة في تحقيق التنسيق والتعامل بين النشاطات المالية والاقتصادية وحركة رؤوس الأموال، بل وكل ما من شأنه العمل على ازدهار السوق لتحقيق أهدافه على أحسن وجه ممكن.

- يحق لمدير السوق اتخاذ ما يراه مناسباً من الإجراءات لوقف أو لإلغاء أو تعديل أية عملية تداول جرت خلافاً للقانون، أو الأنظمة أو التعليمات المعمول بها في السوق.

- يحق لمدير السوق تفويض أي موظف بالسوق لمزاولة بعض صلاحياته بعد موافقة اللجنة.

3- الأجهزة الفنية

يتم على مستوى السوق المالية إنشاء إدارة للدراسات الاقتصادية والمالية في السوق، تتضمن كافة الأجهزة الفنية المتخصصة التي تساعد السوق على القيام بمهامه على أحسن وجه ممكن وهي:³

3-1- جهاز متابعة الأسعار

يتمثل نشاطه الرئيسي في تجميع البيانات المتعلقة بأسعار الأوراق المالية المقيدة، والمتداولة في السوق، وإعداد المؤشرات الإحصائية الخاصة بتحركات الأسعار لهذه الأوراق.

3-2- جهاز مراقبة البيع بالآجل

يتولى هذا الجهاز حركة البيع بالآجل، واقتراح الأسس والقواعد المناسبة لترشيد عمليات البيع بالآجل من حيث حجم المعاملات وآجالها وأسعارها واتجاهاتها وتباينها مقارنة بالأسعار الفورية.

3-3- جهاز جمع وتحليل ونشر المعلومات

يقوم بالإضافة إلى مهمة جمع وتحليل ونشر المعلومات بإعداد الدراسات وإصدار النشرات اليومية والدورية، كما يقوم كذلك بنشر المؤشرات المالية للشركات والمعبرة عن الوضعية المالية لها.

3-4- جهاز التحقيقات

يتولى هذا الجهاز التحقيق في الأمور التي يكلفه بها مدير السوق عن مدى صحة المعلومات والبيانات الصادرة عن الشركات التي يتم تداول أسهمها في السوق. كما يتولى إجراء التحقيقات اللازمة في المنازعات

¹ - رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، 2006/2005، ص: 217.

² - علي بن الضب، مرجع سبق ذكره، 2009/2008، ص: 173.

³ - نفس المرجع أعلاه، ص: 173.

المعرضة للجنة التحكيم، بالإضافة إلى تقديمه تقريراً مفصلاً عن النزاع المعرض للجنة التحكيم، كما قد يكون لهذا الجهاز مهام أخرى محددة من قبل مدير السوق.

خامساً: القوائم المالية للسوق

تعد ميزانية السوق على النمط التجاري، وتبدأ السنة المالية من أول جويلية وتنتهي في آخر جوان من كل سنة، أي من 01/07/N إلى غاية 30/06/N+1 باستثناء بداية نشاط السوق، حيث تبدأ السنة الأولى من تاريخ العمل بالرسوم الخاص بتنظيم سوق الكويت للأوراق المالية، وتنتهي في آخر جوان من العام التالي. تعد الميزانية بصفة تقديرية سنوية من قبل إدارة السوق للإيرادات والمصروفات، وتعتمد اللجنة هذه الميزانية قبل ثلاثة أشهر على الأقل من بداية السنة المالية، وتتكون الإيرادات من:¹

- إيرادات الخدمات التي يقدمها السوق.
 - حصيلة توظيف أموال السوق.
 - حصيلة الجزاءات التي تقرها لجنة السوق.
 - الرسوم نظيرة القيد والقبول للتداول والاشتراكات السنوية ورسوم التداول.
 - إيرادات أخرى توافق عليها اللجنة.
- تتم المصادقة على الميزانية في الأخير من قبل محافظ الحسابات أو أكثر، تحدد أتعابهم من قبل اللجنة، حيث تفحص القوائم المالية وتتم مراجعتها، وتقدم مصادق عليها خلال ثلاثة أشهر على الأكثر من إنهاء السنة المالية.

سادساً: نظام التداول في السوق

بدأ التداول في السوق وفقاً لنظام "المفاوضة" والذي يشبه إلى حد ما النظام العالمي المعروف بالمعاملات على المنضدة* (*Over The Counter*)، وبعد صدور المرسوم الأميري بإعادة تنظيم السوق في عام 1983، تم تطبيق نظام المزايدة المكتوبة، وذلك بهدف عرض أوامر البيع والشركاء على اللوحات التي أعدت لهذا الغرض وفي الأوقات المحددة لجلسات التداول.

وتماشياً مع التطورات التكنولوجية الحديثة في عمليات التداول في الأسواق المالية، فقد بدأ السوق منذ أواخر عام 1995 بتحويل نظام التداول إلى نظام التداول الآلي الذي يعتمد على إدخال كافة عروض البيع والشراء

¹ - علي بن الضب، مرجع سبق ذكره، 2009/2008، ص: 176.

* - يطلق مصطلح المعاملات على المنضدة على المعاملات التي تجري خارج البورصات والتي تتولاها بيوت السمسرة، ولا يوجد مكان محدد لإجراء هذه المعاملات.

إلى أجهزة الحاسب الآلي المتوفرة لدى مكاتب الوسطاء، ثم عمل التوافق بين عروض الشراء والبيع آليا بواسطة الكمبيوتر.¹

المطلب الثاني: الإطار التشريعي لسوق الكويت للأوراق المالية

تتولى سوق الكويت للأوراق المالية مباشرة نشاطها وفقا لأحكام المرسوم المؤرخ في 1403/05/11 هـ الموافق لـ 1983/04/18، إذ تتمتع هذه السوق بالشخصية الاعتبارية المستقلة وتكون لها أهلية التصرف في أموالها وإدارتها وحتى التقاضي.

وتبين اللائحة الداخلية للسوق القواعد والأحكام التي تنظم قيد وقبول هذه الأوراق، حيث تصدر هذه اللائحة خلال ثلاثة شهور من تاريخ العمل بهذا المرسوم بقرار من وزير المالية والاقتصاد بناء على اقتراح لجنة السوق. وإلى أن تصدر هذه اللائحة يتولى وزير المالية والاقتصاد وضع القواعد المؤقتة اللازمة لسير العمل فيها، وتبين هذه اللائحة الداخلية بوجه خاص سلطات كل من رئيس لجنة السوق ومدير السوق ونظام انعقاد لجنة السوق وإجراءات العمل بها والأغلبية اللازمة لصحة انعقادها وإصدار قراراتها.

وتحكم سوق الكويت للأوراق المالية مجموعة من القواعد والقوانين التي تساعد على السير الحسن للسوق هي فيما يلي:

أولاً: عضوية السوق

طبقاً لما جاء في القرار الوزاري رقم 35 لسنة 1983 والمتعلق باللائحة الداخلية للسوق في الفصل الثالث المواد من 13-30 يعتبر عضواً في السوق كل من:

- الشركات الكويتية التي تطرح أسهمها للاكتتاب العام.
- الشركات المساهمة الكويتية المغفلة التي تقرر لجنة السوق قبول عضويتها.
- وسطاء الأوراق المالية لدى السوق وتحدد اللائحة الداخلية إجراءات قيد الوسطاء ومعاونتهم وتنظيم أعمالهم وأحكام الرقابة عليهم.

يلتزم أعضاء السوق بأداء رسوم الاشتراك السنوي طبقاً لما تحدده اللائحة الداخلية للسوق.

¹ - اتحاد الشركات الاستثمارية، مرجع سبق ذكره، نوفمبر 2008، ص: 7.

ثانياً: قيد وقبول الأوراق المالية وتداولها

يتناول هذا العنوان مختلف الأوراق المالية المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية، وكذا كيفية تداولها.¹

1- قيد وقبول الأوراق المالية

يقتصر التداول في سوق الكويت للأوراق المالية طبقاً للقرار الوزاري رقم 35 لسنة 1983 على الأوراق المالية الموالية:

- أسهم شركات المساهمة الكويتية.
 - أسهم الشركات الكويتية المقفلة التي تقرر اللجنة قبول عضويتها.
 - أسهم شركات المساهمة غير الكويتية التي ترفض اللجنة تداول أسهمها.
 - سندات الدين التي تقرر لجنة السوق قبول التعامل فيها.
 - الأذون والسندات الصادرة عن حكومة الكويت أو إحدى الهيئات أو المؤسسات العمومية.
 - يجوز بقرار من لجنة السوق قبول تداول سندات الدين وبالأخص:
 - السندات الصادرة عن الشركات الكويتية.
 - شهادات الإيداع التي تصدرها البنوك الكويتية.
 - السندات التي تصدرها الشركات الكويتية لحساب جهات أجنبية.
 - الأوراق التجارية المقبولة من البنوك.
- يكون قبول التداول في هذه السندات وفقاً للقواعد الموضوعة من قبل لجنة السوق بعد أداء الرسوم المقررة، كما يتعين على اللجنة عند بحث طلب القيد للأوراق المالية أو قبولها للتداول أن تراعي المركز المالي للشركة، وأهميتها للاقتصاد الوطني ومدى تقدمها في تحقيق أغراضها وربحيتها وغير ذلك من الأمور التي تراها اللجنة ذات أهمية.

2- تداول الأوراق المالية

بناءً على ما جاء في القرار الوزاري رقم 35 لسنة 1983 في نص المواد 31-36، فإنه يجب التداول في الأوراق المالية المقيدة، والمقبولة للتداول في السوق داخل قاعة السوق، ومن خلال وسيط مقيد بالسوق. ويستثنى من ذلك حالات الإرث والوصية، وأي حالات أخرى تقرها لجنة السوق. ويتم تسجيل كافة المعاملات التي تجرى على هذه الأوراق حتماً عند انتقال ملكيتها في سجلات السوق في جميع الأحوال.

¹ - علي بن الضب، مرجع سبق ذكره، 2009/2008، ص ص: 175-176.

يجب تواجد مراقب أو أكثر من إدارة السوق في القاعة بصفة مستمرة من خلال جلسات السوق، ويتعين على المراقب إخطار مدير السوق، أو من يفوضه بالمعاملات التي يثار النزاع بشأنها بغية اتخاذ القرارات والإجراءات اللازمة. كما يراقب جهاز التسعير هو الآخر حركة التداول والأسعار بما يكفل انتظام المعلومات واستقرارها وذلك على ضوء الأوامر من الوسطاء.

يجوز للجنة السوق عند الضرورة تحديد نسبة تقلبات الأسعار، بما يؤدي إلى استقرار المعاملات في السوق، ومدير السوق أن يوقف عمليات التداول في حالة تجاوز النسب المحددة، ولمدة لا تزيد عن ثلاثة أيام عمل لكل حالة.

تتولى إدارة السوق الإعلان عن الصفقات والكميات التي تم تداولها في كل من الأوراق المالية المقيدة أو مقبولة التداول في السوق وغير ذلك من المعلومات والبيانات التي تراها ضرورية لصالح المتعاملين في السوق.

ثالثاً: لجنة التحكيم

تنشأ داخل السوق لجنة تحكيم تشكل بقرار من لجنة السوق برئاسة أحد رجال القضاء يختاره مجلس القضاء الأعلى، وتكون مهمتها الفصل في جميع المنازعات المتعلقة بالمعاملات التي تتم في السوق. ويعتبر التعامل في السوق إقراراً بقبول التحكيم، ويثبت ذلك في أوراق هذه المعاملات، وتكون القرارات الصادرة عن اللجنة ملزمة لطرفي النزاع ويبين القرار الصادر بتشكيل اللجنة الإجراءات التي تتبع لرفع النزاع والفصل فيه.¹

رابعاً: لجنة التأديب

تكون للسوق لجنة تأديب تتولى الفصل فيما ينسب للوسطاء والشركات المتعامل في أوراقها في السوق من مخالفات لأحكام هذا المرسوم واللوائح والقرارات المنظمة للسوق، وكذلك المخالفات لأحكام هذا المرسوم واللوائح والقرارات المنظمة للسوق والقواعد والأصول المتعلقة بمزاولة المهنة.

وتشكل هذه اللجنة بقرار من لجنة السوق ويكون لها توقيع الإجراءات الموالية:²

- التنبيه والإنذار.
- مصادرة أية كفالة تقررها اللائحة الداخلية.
- إيقاف التعامل بالنسبة للشركات، أو وقف العمل بالنسبة للوسطاء لمدة لا تزيد عن أربعة أشهر.

¹ - رشيد بوكساني، مرجع سبق ذكره، 2006/2005، ص: 218.

² - نفس المرجع أعلاه، ص: 218.

- شطب العضوية.

- ويبين القرار الصادر بتشكيل اللجنة الإجراءات الواجب اتباعها وكيفية إصدار قراراتها وإعلانها لذوي الشأن في وسائل النشر اليومية وذلك قبل السماح بتداول أسهمها في السوق.

- أن تلتزم الشركة بما جاء في اتفاقية الإدراج شركات مساهمة وكذا إصدار ميزانيتها نصف السنوية.

أما فيما يخص إجراءات المقاصة والتسوية، تتم في السوق عملية المقاصة والتسوية والتي تسمح للمستثمرين بتسوية حساباتهم خلال يومي عمل في أيام التداول $T+2$ ، إذ يجب على المستثمرين أن يسددوا قيمتها ويجب على البائعين أن يسلموا شهادات أو بطاقة الأسهم خلال هذه الفترة.

المطلب الثالث: الإطار العملي لسوق الكويت للأوراق المالية

بعد عرض الإطار التشريعي والتنظيمي لسوق الكويت في المطلبين السابقين، يمكن في هذا المطلب التعرض للواقع العملي لسوق الكويت بعيداً عن النصوص التشريعية والتنظيمية من خلال العناصر أدناه:

أولاً: أدوات الاستثمار المتداولة

عرفت السوق المالية الكويتية نوعين أساسيين من الأوراق المالية تم النص عليها في قانون الشركات التجارية رقم (15) لسنة 1960 وهما الأسهم والسندات، وانطلاقاً من تنوع أدوات الاستثمار المتداولة في السوق، فقد صدر المرسوم الأميري رقم 31 لسنة 1990، والخاص بتداول الأوراق المالية وإنشاء صناديق الاستثمار، حيث سمح ذلك القانون بالتعامل في الأسهم الكويتية من خلال شهادات الاستثمار التي تطرحها الصناديق الاستثمارية المسجلة في السوق.¹

ثانياً: إجراءات التداول

للقيام بعملية التداول لا بد من:

- فتح حساب لدى الشركة الكويتية للمقاصة.

- صورة البطاقة المدنية.

- اسم البنك المتعامل معه العميل.

¹ - طريقك إلى عالم البورصة، اتحاد الشركات الاستثمارية، الطبعة الثانية، أكتوبر 2008، ص: 17-18.

- ثلاثة (3) دنائير كويتية.

- اختيار شركة وساطة حسب اختيار العميل.

- عند إعطاء أمر بيع أسهم، يجب على الوسيط أن يقوم بتسليم شهادة الأسهم إلى شركة المقاصة بحد أقصى الساعة الحادية عشر من اليوم الموالي لإجراء الصفقة ما لم يوجد للمتداول رصيد بالمقاصة.

- عند إعطاء أمر شراء يجب دفع مبلغ الصفقة للوسيط بحد أقصاه يوم واحد لغاية الساعة الحادية عشر صباحا من اليوم الموالي من عقد الصفقة ما لم يوجد له رصيد بالمقاصة.

- يصدر شيك المقاصة للعملاء كل يوم (الأحد - الأربعاء) من كل أسبوع.

- لا يزيد تغير سعر السهم عن خمس وحدات في اليوم الواحد حسب تصنيفه.

ثالثا: نظام التسويات ونقل الملكية

اهتمت إدارة السوق منذ إعادة تنظيمه في عام 1983 بتسوية مستحقات المتعاملين والمستثمرين بشكل يضمن حقوق كافة أطراف التعامل. لذا، فقد صدر مرسوم أميري في ديسمبر 1986 بشأن تنظيم تصفية عمليات تداول الأوراق المالية وغرفة المقاصة في السوق، حيث أوجب أن تتولى تصفية المعاملات التي تجرى على الأوراق المالية المسجلة في السوق غرفة المقاصة بتحديد مراكز أطراف هذه المعاملات وإجراء المقاصة بين ما لهم وما عليهم من حقوق تجاه بعضهم البعض. وتقوم الشركة الكويتية للمقاصة بتنفيذ تلك المهمة، حيث تتم تسوية المعاملات بين أرصدة حسابات المتعاملين لديها يوميا ثم إجراء التسوية النهائية بينهم.

اهتمت إدارة السوق منذ إعادة تنظيمه بتطوير مهنة الوساطة باعتبارها تمثل ركنا أساسيا من أركان السوق. لذلك صدر مرسوم أميري عام 1984 بتنظيم مهنة الوساطة في السوق واقتصارها على الشركات التي يرخص لها بذلك. وضمنا لسلامة المعاملات التي تتم داخل السوق، فقد نصت القواعد المنظمة للسوق بأن يضمن الوسيط سواء كان بائعا أو مشتريا تنفيذ المعاملات التي يقوم بها في السوق.¹

رابعا: الأسواق التي يتم فيها التداول

يتم التداول في الأوراق المالية ببورصة الكويت على مستوى أنواع عدة، فمن السوق النقدية إلى السوق الآجلة.²

¹ - اتحاد الشركات الاستثمارية، مرجع سبق ذكره، نوفمبر 2008، ص ص: 07-08.

² - www.kuait.com (Consulte le 21/11/2011)

1- السوق النقدية

يتم فيها بيع وشراء الأسهم نقداً، على أن يتم الدفع أو تسليم الشهادة كحد أقصى ثاني يوم على الساعة 11 صباحاً ($T+1$)، ويبدأ التداول فيه من الساعة 9 صباحاً وحتى الساعة 12:15 ظهراً يومياً.

2- السوق الآجلة

تنقسم عقود البيع الآجل إلى خمس فترات (شهر، 3 شهور، 6 شهور، 9 شهور، سنة)، حيث يدفع العميل 20% من قيمة الصفقة مقدماً، ونسبة فائدة حدها الأقصى 7% وفترة التداول من الساعة 12:15 وحتى 13:15 ظهراً.

ويقوم صناع السوق بوضع تسعيرات السوق الآجلة مع أسعار محددة وفترات التداول الآجل، ويمكن للمستثمرين التعامل وفقاً لتلك الأسعار والمدة المتاحة.

3- البيوع المستقبلية

تتم عقود البيوع المستقبلية بنفس فترات التداول الآجل (شهر، 3 شهور، 6 شهور، 9 شهور، سنة)، إلا أنها تتم خلال فترة تداول السوق النقدي من الساعة 9 صباحاً وحتى الساعة 12:15 ظهراً يومياً، ونسبة فائدة حدها الأقصى 15%.

4- التراسل الإلكتروني

يتم التداول الإلكتروني عن طريق شركات الوساطة، وتتم عمليات البيع والشراء من خلال بعض الشركات الاستثمارية.

5- سوق الأسهم

يوجد قسمان مختلفان من أسواق الأسهم العادية وسوق المستقبلية، ففيما يتعلق بسوق الأسهم العادية هناك أسواق مختلفة مثل سوق الأسهم الرسمية، والسوق الموازية، وسوق الكسور وأسواق المبادلات، والصفقات اليدوية كبيرة العدد (5% من رأس المال وأكثر)، ويمكن ذكرها فيما يلي:

1-5- السوق الرسمية

هي سوق الأسهم التي يتم فيها التقاء أوامر البيع والشراء على أساس أولويات الأسعار.

2-5- السوق الموازية

هي السوق التي تجمع الشركات التي لا تنطبق عليها شروط الإدراج في السوق الرسمية.

3-5- سوق الكسور

تتعامل هذه السوق في الأسهم التي يقل عددها عن وحدات التداول المحددة.

5-4- أسواق المبادلات

يمكن تعريف صفقات المبادلات على أنها تلك الصفقات التي يقوم بها البائع والمشتري بالاتفاق على مبادلة سهمي شركتين مدرجتين في السوق، ويتم تنفيذها على لوحة خاصة داخل قاعة التداول ويتم نشرها للمساهمين كصفقة منفذة في السوق.

5-5- الصفقات كبيرة العدد (5% وأكثر من رأس المال)

يتم التفاوض على هذه الصفقات مسبقاً، وإعلام السوق بها لأخذ الموافقة عليها، وكذا عرض الصفقة في السوق قبل الموافقة لإتاحة الفرصة أمام الآخرين للمشاركة.

تفتتح السوق على الساعة التاسعة صباحاً، وتغلق على الواحدة والربع بعد الظهر وذلك على النحو الموالي:

09:00 إدخال الأوامر، ويسمح بمراجعة أسعار السوق وبيانات الأسهم.

09:10 فترة ما قبل الافتتاح لا يمكن إلغاء أو تعديل الأوامر.

09:15 بداية فترة التداول في السوق الرسمية.

12:15 نهاية تداول السوق الرسمية.

12:20 إدخال أوامر السوق الآجلة.

12:45 بداية التداول في السوق الآجلة.

13:15 انتهاء التداول.

6- قاعة تداول السيدات

تعد التجربة الكويتية في مجال التداول النسائي تجربة رائدة وغير مسبقة، إذ تم افتتاح قاعة تداول نسائية في البورصة في الثامن والعشرين من شهر يناير 2004، ووجود مكان في البورصة يخصص لتداول استثمارات سيدات الأعمال يعتبر أمراً هاماً، ويدل على رغبة إدارة السوق في توفير الأجواء المناسبة لقطاع مهم من المتعاملين، وهو القطاع النسائي خاصة وأن عدد المتداولات يشكل جزءاً هاماً في الاستثمارات المتداولة في السوق، مما يعكس مدى رغبة النساء في دخول عالم الاستثمار في البورصة بشكل فعلي، وليس عن طريق الاتصال الهاتفي بالوسطاء كما كان الوضع في السابق.

لقد دعم تجهيز قاعة التداول النسائي بأحدث أجهزة الكمبيوتر لمتابعة الأسعار والعرض والطلب والكميات فضلاً عن متابعة الأخبار اليومية. كما قامت شركات الوساطة بتعيين وسيطات من النساء يمثلن مكاتب الوساطة المالية في قاعة تداول السيدات، وتعطي هذه الخطوة المتطورة من جانب إدارة السوق المرأة الحق في إدارة استثماراتها بنفسها وتساوي بينها وبين الرجل في التداول داخل البورصة.

خامسا: علاقة سوق الكويت للأوراق المالية مع الأسواق المالية الأخرى

تسعى إدارة السوق ومنذ إعادة تنظيمها إلى إقامة علاقات وروابط مع الأسواق المالية الأخرى (البورصات والاتحادات)، إلى جانب الاستفادة من الوسائل والطرق المستخدمة في هذه الأسواق مما يساعد في تحقيق تنمية سوق المال الكويتي. لذلك، فإن سوق الكويت للأوراق المالية منذ منتصف الثمانينيات هي عضو فاعل في عدد من الاتحادات والمنظمات المالية، ومن أمثلة ذلك:¹

- اتحاد البورصات العربية، وتعد سوق الكويت للأوراق المالية عضوا فعالا في هذا الاتحاد، كما أنه يتولى الأمانة العامة للاتحاد منذ عام 1989.
- عضوية الاتحاد العالمي لبورصات القيم في باريس.
- عضوية الجمعية الدولية لتداولي السندات.
- قاعدة بيانات الأسواق المالية العربية التابعة لصندوق النقد العربي.

سادسا: نظام المعلومات والإفصاح في السوق

تقوم السوق بنشر البيانات بنشاط التداول وتغيرات الأسعار اليومية في السوق في الصحف المحلية والخليجية والعربية، كما تعمل على تزويد شبكات المعلومات وبعض وسائل الإعلام المرئية بالبيانات الخاصة بالتداول وتغيرات الأسعار بشكل يومي.²

وتقوم سوق الكويت للأوراق المالية بتوفير الخدمات الآتية للمتعاملين وهي على النحو الموالي:³

- موقع السوق على الانترنت www.kuwaitse.com
- ربط أجهزة الكمبيوتر النقال *Laptop* بخطوط *GSM*.
- خدمة الـ *Pager* عن طريق رويترز.
- خدمة الـ *Wap* على التليفونات النقالة.
- خدمة الرسائل القصيرة *SMS* على أجهزة التليفون النقال عبر شركتي الاتصالات والوطنية للاتصالات.
- بث شريط تلفزيوني لمعلومات التداول في تلفزيون الكويت.
- خدمة الـ *Wireless* باستخدام أجهزة الكمبيوتر النقال داخل مبنى السوق.
- وكالات الأنباء.

¹ - علي بن الضب، مرجع سبق ذكره، 2009/2008، ص: 182.

² - اتحاد الشركات الاستثمارية، مرجع سبق ذكره، نوفمبر 2008، ص: 8.

³ - اتحاد الشركات الاستثمارية، مرجع سبق ذكره، أكتوبر 2008، ص: 22-23.

المبحث الثاني: تأثير الأزمة على سوق الكويت للأوراق المالية

ألقت الأزمة المالية العالمية في 2008 بآثارها على الاقتصاد العالمي عامة واقتصاد الكويت كجزء من المنظومة العالمية، وأثرت بشكل متفاوت على حسب حالة التشابك والاندماج في الاقتصاد العالمي. وقصد التعرف أكثر على تأثير الأزمة على سوق الكويت للأوراق المالية، يتم تقسيم هذا المبحث إلى ثلاثة مطالب هي:

- دراسة أداء المؤشر الوزني لسوق الكويت للأوراق المالية؛
- تقدير واختبار النموذج؛
- دراسة بواقى النموذج الكلي.

المطلب الأول: دراسة أداء المؤشر الوزني لسوق الكويت للأوراق المالية

نتيجة للتطورات العالمية في مجالات احتساب المؤشرات وبهدف زيادة قدرة هذه المؤشرات على عكس أداء السوق، قامت سوق الكويت للأوراق المالية باحتساب مؤشر يسمى بالمؤشر الوزني لسوق الكويت للأوراق المالية.

أولاً: المؤشر الوزني لسوق الكويت للأوراق المالية

يقيس مؤشر سوق الأوراق المالية مستوى الأسعار في السوق، حيث يقوم على عينة من أسهم الشركات التي يتم تداولها في أسواق رأس المال المنظمة أو غير المنظمة أو كلاهما، وقبل التعريف بالمؤشر الوزني لسوق الكويت للأوراق المالية يجب إعطاء لمحة عن الوزن النسبي ومختلف مداخله.

1- تعريف الوزن النسبي

تعرف الأوزان النسبية في بناء المؤشرات بأنها القيمة النسبية للسهم الواحد داخل العينة، وهناك ثلاثة مداخل شائعة لتحديد الوزن النسبي للسهم داخل مجموعة الأسهم التي يقوم عليها المؤشر، وهذه المداخل هي:¹

¹-www.arab-api.org(Consulte le 21/11/2011)

1-1- مدخل الوزن على أساس السعر

أي نسبة سعر السهم الواحد للشركة إلى مجموعة أسعار الأسهم الفردية الأخرى التي يقوم عليها المؤشر. ومما يؤخذ على هذا المدخل أن الوزن النسبي يقوم على سعر السهم وحده في حين أن سعر السهم قد لا يكون مؤشرا على أهمية الشركة أو حجمها.

1-2- مدخل الأوزان المتساوية

وذلك بإعطاء قيمة نسبية متساوية لكل سهم داخل المؤشر.

1-3- مدخل الأوزان حسب القيمة

أي إعطاء وزن للسهم على أساس القيمة السوقية الكلية لعدد الأسهم العادية لكل شركة ممثلة في المؤشر، وهذا يعني تجنب العيب الأساسي في مدخل السعر إذ لم يعد سعر السهم هو المحدد الوحيد للوزن النسبي، فالشركات التي تتساوى القيمة السوقية لأسهمها العادية يتساوى وزنها النسبي داخل المؤشر بصرف النظر عن سعر السهم أو عدد الأسهم المصدر، هذا بدوره يعني أن اشتقاق الأسهم لن يحدث أي خلل في المؤشر.

2- تعريف المؤشر الوزني لسوق الكويت للأوراق المالية

يقوم سوق الكويت للأوراق المالية باحتساب مؤشر الأسعار طبقا للطريقة التي تقوم على معادلة متوسطات حسابية. وتعتمد هذه الطريقة على المعايير المعترف بها عالميا لاحتساب المؤشر، وهي تقوم بالتوافق تلقائيا مع توزيعات الأرباح بطريقة أدق وتنص المعادلة على ما يلي:¹

$$\frac{\sum_{i=1}^n [(price_i / Base_i) \times corrector_i]}{n} \times Multiplier$$

- ن (n): هي عدد الأسهم المشتركة في المؤشر.

- السعر (price): هو سعر السهم الحالي.

- سعر الأساس (base): سعر إقفال السهم في تاريخ التأسيس.

- المصحح (corrector): لاحتساب أثر وتوزيعات الأسهم وهي تصحح كما يلي:

- توزيعات الأرباح: المصحح = المصحح × السعر - الأرباح

- توزيعات الأسهم: المصحح = المصحح + 1 × التوزيعات %100

المؤشر الوزني:

المعادلة العامة للمؤشر الوزني تحسب كالاتي:

¹-www.kuait.com(Consulte le 21/11/2011)

$$X_i = [M_i / B_i] * G$$

$$B_i = B_{i-1} * [M_i / M'_i]$$

حيث إن:

i - الإطار الزمني بين التصحيحات المتتالية للقيمة السوقية في يوم الأساس.

X_i - المؤشر عند وحدة محددة خلال الإطار الزمني i .

B_i - القيمة السوقية ليوم الأساسي في الإطار الزمني الحالي i ، حيث $(i=1)$ في يوم الأساس في بداية أول

إطار زمني. وأيضا B_i تساوي M_i ، وكما أن قيمة المؤشر ستعادل G_i .

B_{i-1} - القيمة السوقية في يوم الأساس في الإطار الزمني قبل يوم الأساس الحديث.

M_i - القيمة السوقية الحالية في الإطار الزمني الحالي i .

M'_i - القيمة السوقية السابقة مباشرة قبل حدوث أي عامل يستوجب تصحيحا في القيمة السوقية ليوم

الأساس.

G : مضاعف المؤشر العالمي. وهذا لا يتغير، حيث يتم تهيئته على 100 وقد يختلف عن مضاعف المؤشر

العالمي للمؤشر السعرية (يساوي 100)

3- استخدامات المؤشرات

لمؤشرات سوق الأوراق المالية استخدامات عديدة تمه للمستثمرين الأفراد وغيرهم من الأطراف التي تتعامل

في أسواق رأس المال وفي طبيعة تلك الاستخدامات ما يلي:¹

- إعطاء فكرة سريعة عن أداء المحفظة، حيث يمكن للمستثمر أو مدير الاستثمار تكوين وجه مقارنة بين التغير

في عائد محفظة أوراقه المالية (إيجابا أو سلبا) مع التغير الذي طرأ على مؤشر السوق بوصفه يعكس محفظة جيدة

التنوع، وذلك دون حاجة إلى متابعة أداء كل ورقة على حدا. وإذا كانت استثماراته (للمستثمر) في صناعة

معينة لها مؤشر خاص بها، حينئذ يكون من الأفضل له متابعة ذلك المؤشر.

- الحكم على أداء المديرين المحترفين وفقا لفكرة التنوع الساذج، يمكن للمستثمر الذي يمتلك محفظة من

الأوراق المالية المختارة عشوائيا أن يحقق عائدا يعادل تقريبا عائد السوق (متوسط معدل العائد على الأوراق

المتداولة في السوق) الذي يعكسه المؤشر وهذا يعني بأن المدير المحترف الذي يستخدم أساليب متقدمة في التنوع

يتوقع منه أن يحقق عائدا أعلى من متوسط عائد السوق.

¹-www.arab-api.org(Consulte le 21/11/2011)

- التنبؤ بالحالة التي ستكون عليها السوق، إذا أمكن للمحلل معرفة طبيعة العلاقة بين بعض المتغيرات الاقتصادية وبين المتغيرات التي تطرأ على المؤشرات (ما يعرف بالتحليل الأساسي)، فإنه قد يمكنه من التنبؤ سلفاً بما ستكون عليه حال السوق في المستقبل. كما أن إجراء تحليل فني للمؤشرات التي تقيس حالة السوق قد تكشف عن وجود نمط للتغيرات التي تطرأ عليها إذا ما توصل المحلل إلى معرفة هذا النمط يمكنه عندئذ التنبؤ بالتطورات المستقبلية في اتجاه حركة الأسعار في السوق.

- تقدير مخاطر المحفظة، يمكن استخدام المؤشرات لقياس المخاطر النظامية (*Systematic Risk*) لمحفظة الأوراق المالية وهي العلاقة بين معدل العائد لأصول خطرة (*Risky Assets*) ومعدل العائد لمحفظة السوق المكونة من أصول خطرة.

ثانياً: تطور أداء المؤشر الوزني لسوق الكويت للأوراق المالية 2006-2010

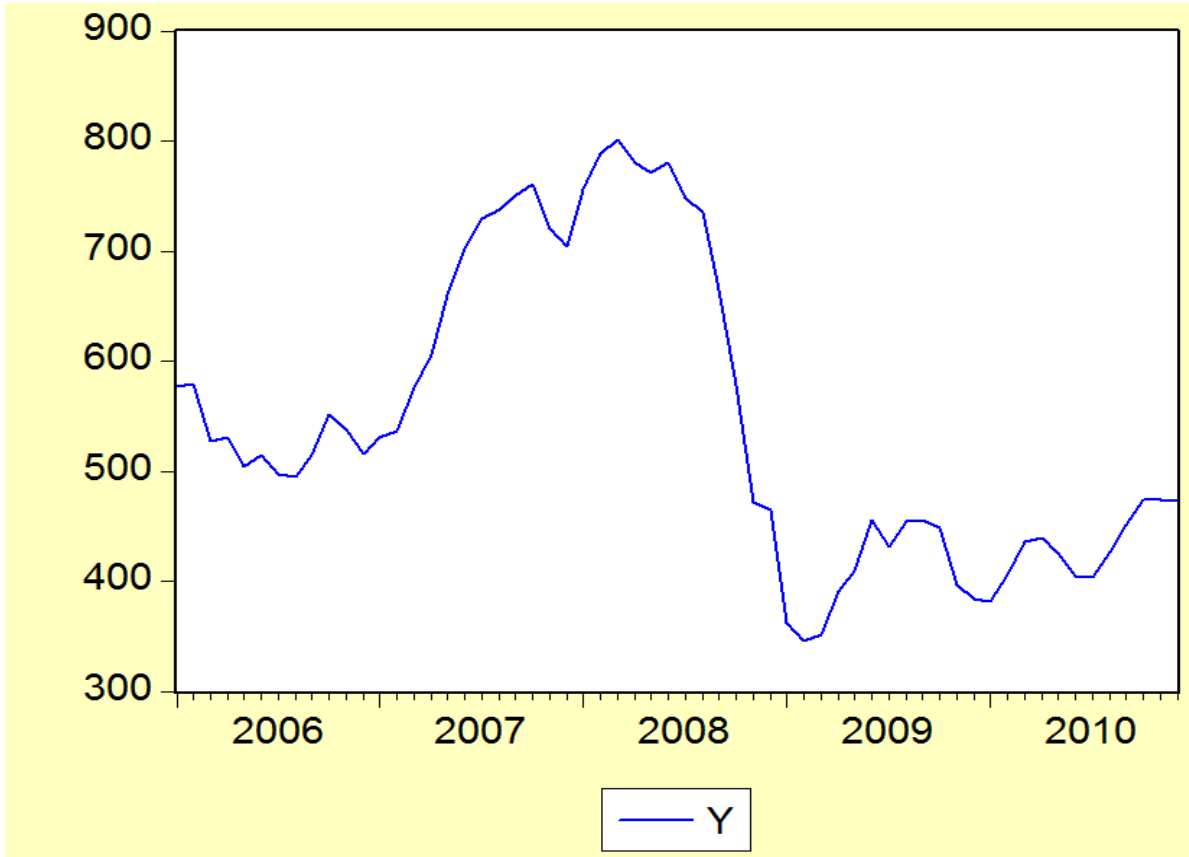
شهدت سوق الكويت للأوراق المالية خلال 2008 تقلبات حادة في المؤشر الوزني على أعقاب الأزمة المالية العالمية. فبعد التحسن النسبي في أداء المؤشر خلال 2006 و 2007 وبداية 2008، عاد إلى الهبوط إثر تفاقم تداعيات الأزمة المالية العالمية.

الجدول (4-1): تطور أداء المؤشر الوزني لسوق الكويت للأوراق المالية 2006/2010

(الوحدة: النقاط)

2010	2009	2008	2007	2006	
381.7414286	362.1566667	756.4517391	531.0343478	577.3873333	جانفي
405.9836842	345.1755	788.309	535.8445	579.3317647	فيفري
435.4391304	351.3469565	800.7390909	575.9766667	527.4228571	مارس
439.1585714	390.9531818	780.6018182	606.0577273	530.6290909	أفريل
425.4554545	408.9947619	771.0709524	660.1731818	503.4786957	ماي
404.2527273	455.3463636	780.2495455	702.2028571	514.153	جوان
403.1295238	430.6909091	748.3343478	729.3121739	497.2821739	جويلية
427.1286957	454.7745455	734.8838095	737.3455	494.6904545	أوت
451.2313636	455.1690909	664.7677273	749.8261905	513.9495238	سبتمبر
474.3795238	448.9771429	577.8404545	760.3013043	551.8986957	أكتوبر
473.7231818	396.3386364	471.682381	720.232381	537.9857143	نوفمبر
473.1281818	384.2243478	465.1413043	704.4836364	515.8459091	ديسمبر
432.8959556	407.0123419	695.0060142	667.7325389	528.6712678	المتوسط

الشكل رقم (4-2): منحى تطور أداء المؤشر الوزني لسوق الكويت للأوراق المالية 2010/2006



المصدر: مخرجات البرنامج *EVIEWS04*.

ثالثاً: تحليل تطور أداء المؤشر الوزني لسوق الكويت للأوراق المالية 2010-2006

من خلال الجدول والمنحنى البياني يمكن تحليل تطور أداء المؤشر الوزني لسوق الكويت للأوراق المالية وذلك من خلال ما يلي:

1- خلال 2006

بلغ المعدل السنوي للمؤشر الوزني لسوق الكويت في المتوسط 528.67 نقطة خلال عام 2006، وبلغت ذروته شهر فيفري 579.33 نقطة، وأدى معدلاته شهر أوت 494.69 نقطة. في حين بلغ المعدل السنوي للمؤشر الوزني 568.46 نقطة عام 2005، وأقفلت تعاملات عام 2006 على خسائر قاربت 7% للمؤشر الوزني. وقد تضافرت جملة من عوامل سياسية واقتصادية مؤثرة سلباً على أداء سوق الكويت للأوراق المالية منها:

- شهدت دولة الكويت عملية انتقال للسلطة في الفترة التي تلت وفاة أمير دولة الكويت.

- نشوب نزاع ما بين السلطتين التنفيذية والتشريعية والذي عرف بأزمة الدوائر الانتخابية والتي على إثرها تم حل مجلس الأمة وإجراء انتخابات جديدة مما أرحى بظلاله على الأوضاع الداخلية في البلاد بشكل عام وعلى الصعيد الاقتصادي بشكل خاص.

وقد تزامنت هذه المرحلة الداخلية مع تطورات على الصعيد الإقليمي أثرت سلبا على الاستثمارات ليس فقط في دولة الكويت بل في أسواق الخليج أيضا.

2- خلال 2007

بلغ المعدل السنوي للمؤشر الوزني لسوق الكويت 667.73 نقطة خلال عام 2007، وقد ارتفع بنسبة 26.30% عن المعدل السنوي خلال عام 2006. وسجل المؤشر أدنى معدلاته خلال شهر جانفي 531.3 نقطة، وأخذ المؤشر في تحسن مستمر إلى أن بلغ خلال شهر أكتوبر ذروته 760.30 نقطة.

3- خلال 2008

كان عام 2008، عاما من الصعود والهبوط المتلاحق لسوق الكويت للأوراق المالية، فقد بلغ المعدل السنوي للمؤشر الوزني لسوق الكويت 695 نقطة خلال عام 2008، وقد ارتفع بنسبة 4.08% عن المعدل السنوي المحقق خلال عام 2007، وسجل المؤشر أدنى معدلاته خلال شهر ديسمبر 465.14 نقطة إثر انخفاض مستمر بدء من شهر مارس 800.73 نقطة، حيث سجل المؤشر خلال هذا الشهر مستويات غير مسبوقه والتي تعتبر نقطة ذروة خلال عام 2008 بصفة خاصة، وخلال سنوات الدراسة بصفة عامة. ولكن مع دخول الأسواق العالمية في أزمة مالية متسارعة التطورات ومع الهبوط الاقتصادي العالمي خلال النصف الثاني من العام، واجهت سوق الكويت للأوراق المالية انهيارا شديدا في المؤشر نتيجة انهيار أسعار الأسهم الناجم عن الموجة القوية من عمليات البيع وهبوط أسعار النفط وتوسع أوضاع الائتمان والقلق إزاء احتمال إعلان الشركات عن نتائج مالية ضعيفة بنهاية العام. ونتيجة لذلك، شهدت سوق الكويت للأوراق المالية أسوأ عام لها، حيث خسر المؤشر الوزني 41.90% من قيمته.

4- خلال 2009

يعتبر عام 2009 أسوأ عام بالنسبة لسوق الكويت للأوراق المالية خلال سنوات الدراسة، حيث استمر المؤشر الوزني للسوق في الانخفاض إلى أن وصل أدنى مستوياته مسجلا خلال شهر فيفري 345.17 نقطة بعدما سجل 788.3 نقطة خلال فيفري 2008، وذلك بانخفاض قدره 128.38%. في حين بلغ المؤشر الوزني للسوق خلال العام 407.00 نقطة بانخفاض قدره 41.43% عن المعدل السنوي المحقق خلال عام 2008. وسجل المؤشر أعلى مستوياته خلال شهر سبتمبر 455.16 نقطة. وتعتبر هذه النتيجة أقل من أدنى

النتائج في المؤشر الوزني للسنوات السابقة. وقد تضافرت مجموعة من العوامل التي استمرت بالضغط على مجريات التداول في السوق ومنها:¹

- عدم توافر محفزات جديدة من أجل عودة النشاط وتحقيق النمو.
- تأخر الشركات في الإعلان عن نتائجها الفصلية.
- ترقب المتعاملين بالسوق لتطورات المشهد السياسي الكويتي ومدى انعكاسها على الوضع الاقتصادي وخصوصا فيما يتعلق بإقرار القوانين الاقتصادية المؤجلة والمعني بمؤشرات التنمية المرتقبة.

5- خلال 2010

بلغ المعدل السنوي للمؤشر الوزني لسوق الكويت للأوراق المالية في المتوسط 432.89 نقطة خلال عام 2010 بارتفاع قدره 6.35% عن المعدل السنوي لعام 2009. وقد بلغ المؤشر أدنى مستوياته خلال شهر جانفي 381.74 نقطة، واستمر المؤشر في التحسن حتى وصل إلى مستويات قياسية خلال شهر أكتوبر 474.37 نقطة وهو الأعلى خلال عامين تحديدا، واستقر المؤشر في هذا المستوى خلال الربع الأخير.

وشهد عام 2010 العديد من الأحداث المؤثرة سواء من الناحية الاقتصادية أو السياسية كان لها الأثر البالغ على توجه السوق سواء من ناحية مؤشرات أو متغيراتها العامة، ويمكن سرد في النقاط أدناه بعضا من الأرقام القياسية التي تحققت خلال ذلك العام:²

- تم تداول أكبر قيمة في يوم 17 فبراير 2010 بقيمة بلغت 167 مليون دينار كويتي بالمقارنة مع أعلى قيمة تداول في العام قبله والتي بلغت 296 مليون دينار كويتي بتاريخ 7 يونيو 2009.
- بلغ إجمالي عدد الشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية الرسمية بنهاية عام 2010 عدد 214 شركة مقارنة مع عدد 206 شركة بعام 2009، وعدد 206 شركة بعام 2008 و196 شركة في عام 2007، و180 شركة في عام 2006.

المطلب الثاني: تقدير واختبار النموذج

يتم في هذه الدراسة تقدير واختبار تأثير الأزمة المالية العالمية على القيم الشهرية للمؤشر الوزني لسوق الكويت للأوراق المالية والتي تنشر في الموقع الرسمي للسوق.

¹ - بورصة الكويت تسجل تراجعاً كبيراً للأسبوع الثالث على التوالي، جريدة الشرق، العدد 7808، الأحد 1 نوفمبر 2009، ص: 5.

² - شركة الاستثمارات الوطنية، تقرير حول أداء سوق الكويت للأوراق المالية خلال عام 2010، قطاع البحوث والدراسات، 2010، ص: 08.

أولاً: الدراسة الوصفية لبيانات السلسلة

تتكون السلسلة ($CR, KSWE$) من 60 مشاهدة شهرية للفترة الممتدة من جانفي 2006 إلى غاية ديسمبر 2010 داخل سوق الكويت للأوراق المالية، حيث تم وضع معطيات السلسلة في جدول قسم على شكل تابع ومستقل، وقد تم وضع رموز للمتغيرات المالية والاقتصادية وهي:

$KSWE$: وهو يعبر عن المتوسط الشهري للمؤشر الوزني لسوق الكويت للأوراق المالية.

CR : ويأخذ هذا العنصر الأرقام 0 و1، حيث يعبر عن الزمن الذي سبق الأزمة المالية العالمية (سبتمبر 2008) بالرقم 0 أما بعد الأزمة فيأخذ الرقم 1.

ومن خلال هذا الطرح، تم وضع شكل للمعادلة التي يمكن من خلالها بناء النموذج الكلي وهي على الشكل أدناه:

$$KSWE = F(CR)$$

ثانياً: تقدير نموذج الانحدار الخطي البسيط

من خلال اقتراح النموذج الكلي المتمثل في التابع، المتوسط الشهري للمؤشر الوزني لسوق الكويت للأوراق المالية والأزمة المالية المثلة للمتغير المستقل، وعليه يتم فرض المعادلة أدناه:

$$KSWE = a(CR) + \beta + \varepsilon -$$

حيث إن:

a, β - معالم النموذج الكلي.

ε - البواقي.

$KSWE$ - يمثل المتغير التابع، وهو المتوسط الشهري للمؤشر الوزني لسوق الكويت للأوراق المالية المعطى في الجدول رقم (4-1)

CR - يمثل المتغير المستقل وهو متغير صوري*، حيث يأخذ القيمة 0 خلال الأشهر التي تسبق الأزمة (سبتمبر 2008)، أما بعد هذا الشهر فيأخذ القيمة 1.

بالاستعانة بالبرنامج الإحصائي $EVIIEWS$ ، يمكن تقدير نموذج الانحدار الخطي البسيط بطريقة المربعات الصغرى العادية.

* وتسمى كذلك بالمتغيرات الوهمية أو المتغيرات الثنائية أو النوعية، وكذلك تسمى المتغيرات الفئوية.

الجدول رقم (4-2): تقدير النموذج الكلي

Dependent Variable: KSWE				
Method: Least Squares				
Date: 01/23/12 Time: 11:38				
Sample: 2006:01 2010:12				
Included observations: 60				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
CRISS	-203.3739	23.96653	-8.485744	0.0000
C	641.1714	16.37226	39.16206	0.0000
R-squared	0.553873	Mean dependent var	546.2636	
Adjusted R-squared	0.546181	S.D. dependent var	137.4809	
S.E. of regression	92.61549	Akaike info criterion	11.92755	
Sum squared resid	497502.5	Schwarz criterion	11.99737	
Log likelihood	-355.8266	F-statistic	72.00786	
Durbin-Watson stat	0.164685	Prob(F-statistic)	0.000000	

المصدر: مخرجات البرنامج *EVIEWS04*.

ومنه، الحصول على المعادلة الجديدة المقدرة بالقيمة أدناه:

$$KSWE = -203.37 CR + 641.17$$

$$(-8.48) \quad 39.16$$

$$R^2 = 0.5538 \quad F_{stat} = 72.00786 \quad DW = 0.1646 \quad (.) = t - statistic$$

$$n = 60$$

ثالثاً: اختبار المعنوية الإحصائية للمعالم

من خلال الشكل أعلاه، يمكن اختبار الفرضيات الموالية:

- اختبار الفرضية $(H_0: a, \beta = 0)$ كل معلمات النموذج معدومة.

- اختبار الفرضية $(H_1: \exists \alpha, \beta \neq 0)$ ، يوجد على الأقل معلمة تختلف معنوياً عن الصفر.

من خلال تحليل نتائج هذا النموذج يلاحظ أن للمعالم a, β معنوية إحصائية أي أنها تختلف معنوياً عن

الصفر بنسبة معنوية 5%، لأن القيمة المحسوبة لإحصائية ستيدنت بالقيمة المطلقة أكبر تماماً من القيمة الجدولة

للتوزيع الطبيعي عند مستوى معنوية 5%، $T_{Ca} = |-8.48|$ ، $T_{CB} = 39.16 > Z_{\frac{\alpha}{2}} = Z_{0.025} = 1.96$.

وهو ما تؤكد نسبة الاحتمال والتي هي أقل تماما من نسبة المعنوية 5%. ومنه، رفض فرضية العدم H_0 وقبول الفرضية البديلة H_1 : يوجد على الأقل معلمة تختلف معنويا عن الصفر، أي للمعالم (a, β) معنوية إحصائية.

رابعا: اختيار المعنوية الكلية للنموذج

بالنسبة لقبول أو رفض النموذج الكلي المقترح نقوم بمقارنة إحصائية فيشير الجدولة بالحسوبة التي تساوي 72.00786، وكذلك يمكن حسابها من خلال العلاقة الموالية:

$$F_{K-1, n-K} = \left[\frac{R^2}{K-1} \right] / \left[\frac{1-R^2}{n-K} \right] \quad \text{حيث إن:}$$

$$F_{K-1, n-K} = \left[\frac{0.553873}{2-1} \right] / \left[\frac{1-0553873}{60-2} \right] = 72.00786$$

وبالتالي يمكن القول أن إحصائية فيشر المحسوبة أكبر من إحصائية فيشر الجدولة عند درجة حرية 5%.

وبالتالي رفض الفرضية H_0 وقبول الفرضية الصحيحة H_1 ، وعليه النموذج الكلي مقبول إحصائيا. $F_{stat} = 72.00786 > F_{tab}(1,58) = 4.03$

خامسا: تشخيص النموذج

من خلال الملاحظة الدقيقة للجدول رقم (4-2) الممثل للنموذج الكلي لدراسة تأثير الأزمة المالية العالمية على المؤشر الوزني لسوق الكويت للأوراق المالية، يمكن القول أن هناك تأثيرا سلبيا للأزمة على المؤشر الوزني لسوق الكويت للأوراق المالية عند درجة حرية 5% من خلال القيمة السالبة للمعلمة $a = -203.37$. وبالتالي، فإن قيمة معامل التحديد للنموذج الكلي تساوي 55.38. وعليه، فإن هذه النسبة متوسطة أو فوق المتوسطة أما النسبة المتبقية حوالي 44.61%، فتتحكم فيها متغيرات أخرى خارج الأزمة المالية. ومن هنا، يمكن القول بأن تأثير الأزمة المالية بشكل عام متوسط على قيمة المؤشر الوزني لسوق الكويت للأوراق المالية. ومن خلال نتائج اختبار المعنوية الكلية للنموذج والمعلم ذات معنوية إحصائية، يمكن القول أن هناك علاقة ارتباطية بين الأزمة المالية العالمية وقيمة المؤشر الوزني لسوق الكويت للأوراق المالية، أي عند حدوث الأزمة المالية العالمية يؤثر ذلك بالسلب على المؤشر الوزني لسوق الكويت للأوراق المالية.

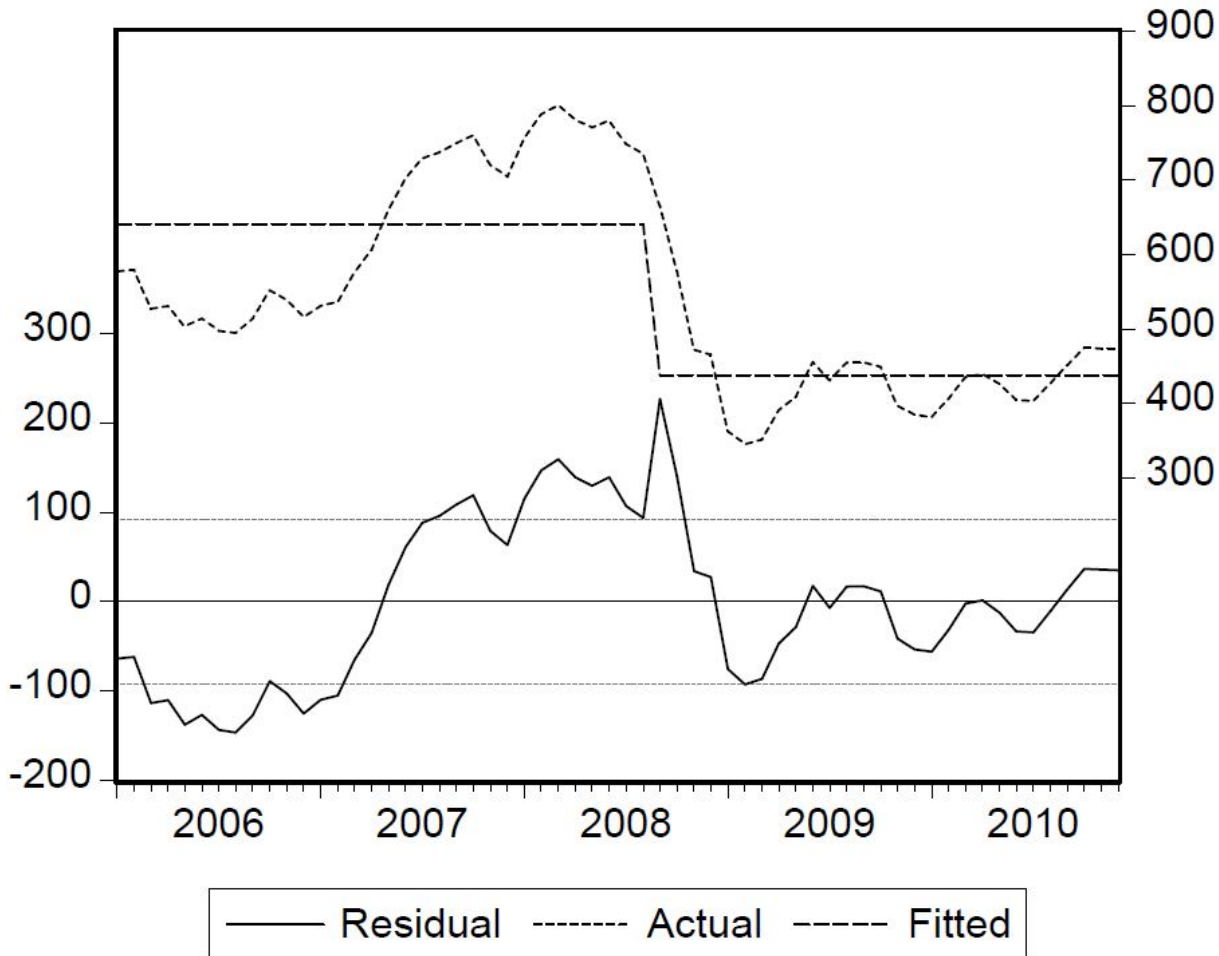
سادسا: اختبار شاو $CHAW$ (حالة وجود تغير هيكلية)

من خلال هذا، يتم اختبار حالة وجود تغير هيكلية في المؤشر، أي مدى تأثير صدمة الأزمة الممثلة في تاريخ شهر سبتمبر 2008، ويلاحظ أن القيمة المحسوبة لإحصائية فيشر أقل من القيمة المحدولة لهذه الإحصائية $F_{stat} = 2.56 < F_{1,59}(0.05) = 4.03$ ، يعني قبول الفرضية H_0 أي لا توجد تغيرات هيكلية (لا توجد صدمة) على مؤشر سوق الكويت للأوراق المالية وفي تاريخ الأزمة المالية العالمية.

سابعا: شكل النموذج الكلي الأصلي والمقدر

يمكن من خلال شكل النموذج الكلي الأصلي والمقدر مقارنة مدى تطابق السلسلة الأصلية للسلسلة المقدر.

الشكل رقم (4-3): مقارنة بين السلسلة الأصلية والسلسلة المقدر للنموذج الكلي



المصدر: مخرجات البرنامج $EVIEWS04$.

من خلال الشكل أعلاه، يمكن ملاحظة أن للمنحنيين، السلسلة الأصلية والسلسلة المقدرة، لهما نفس الاتجاه العام، ولهما نقطتي انعطاف تقابل تاريخ الأزمة المالية العالمية، إلا أن هناك بعض الاختلاف بين منحني السلسلة الأصلية ومنحني السلسلة المقدرة. وقد يرجع هذا إلى خصائص المتغيرة المفسرة (الصورية) المستعملة في النموذج، حيث إن السلسلة المقدرة هنا لقيمة المؤشر الوزني لسوق الكويت للأوراق المالية تأخذ قيمتين هما 641.17 في حالة عدم وجود أزمة و437.8 في حالة وجود أزمة. أما سلسلة بواقى الأخطاء فتقريباً كلها داخل مجال الثقة مع بروز القيم الشاذة خلال سنتي 2006 و2008.

المطلب الثالث: دراسة بواقى النموذج الكلي

تتم دراسة بواقى النموذج من خلال:

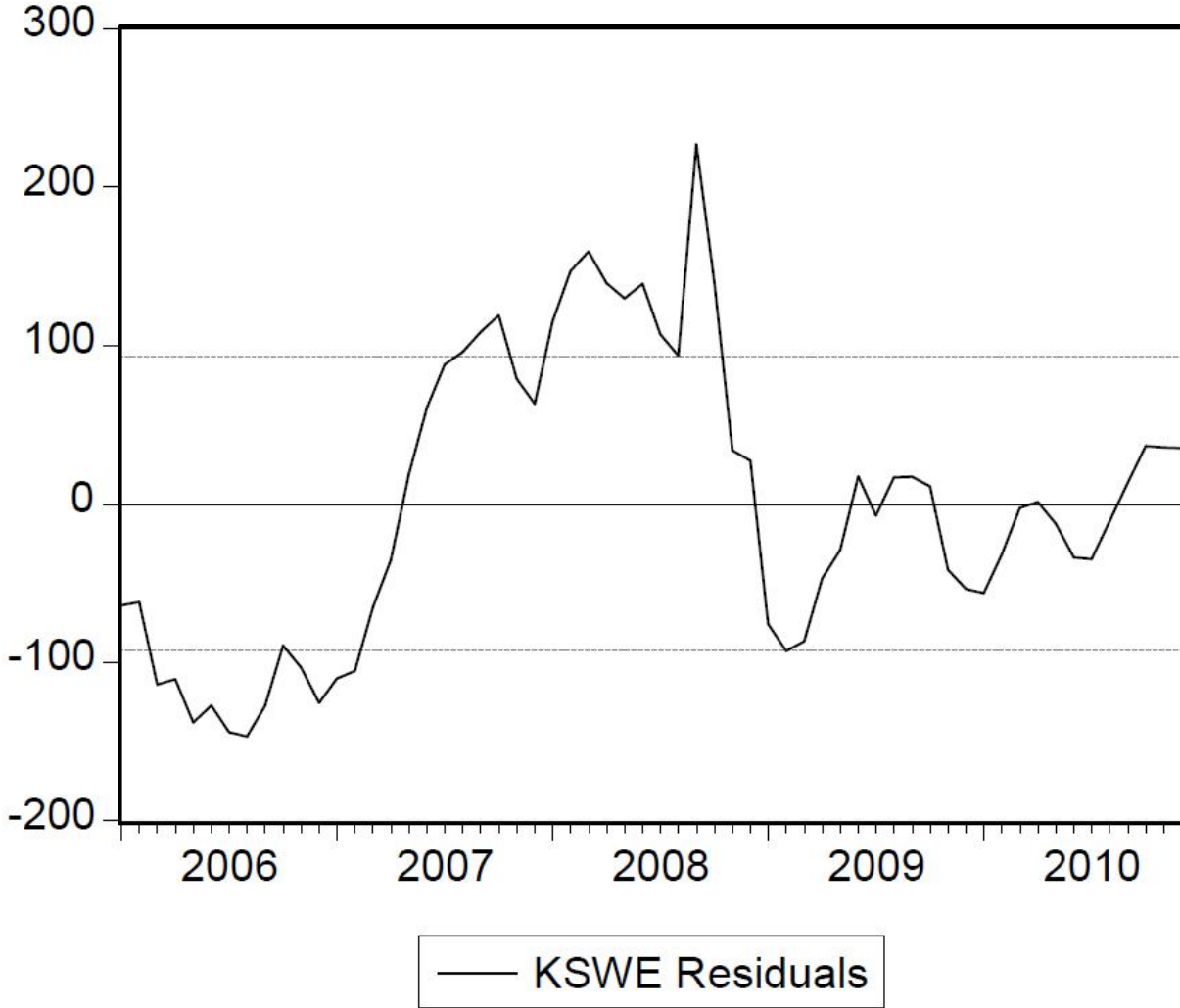
أولاً: حساب بواقى تقدير النموذج الكلي المقدر e_t

يمكن حساب البواقى التقديرية للنموذج الكلي وفق المعادلة الموالية:

$$KSWE - \widehat{KSWE} = e_t$$

من خلال هذه العلاقة يمكن الحصول على سلسلة البواقى المكونة من 60 مشاهدة وهي الفرق بين السلسلة الأصلية والسلسلة المقدرة للنموذج الكلي والمثلة في الشكل الآتي:

الشكل رقم (4-4): منحى بياني لسلسلة بواقي النموذج الكلي

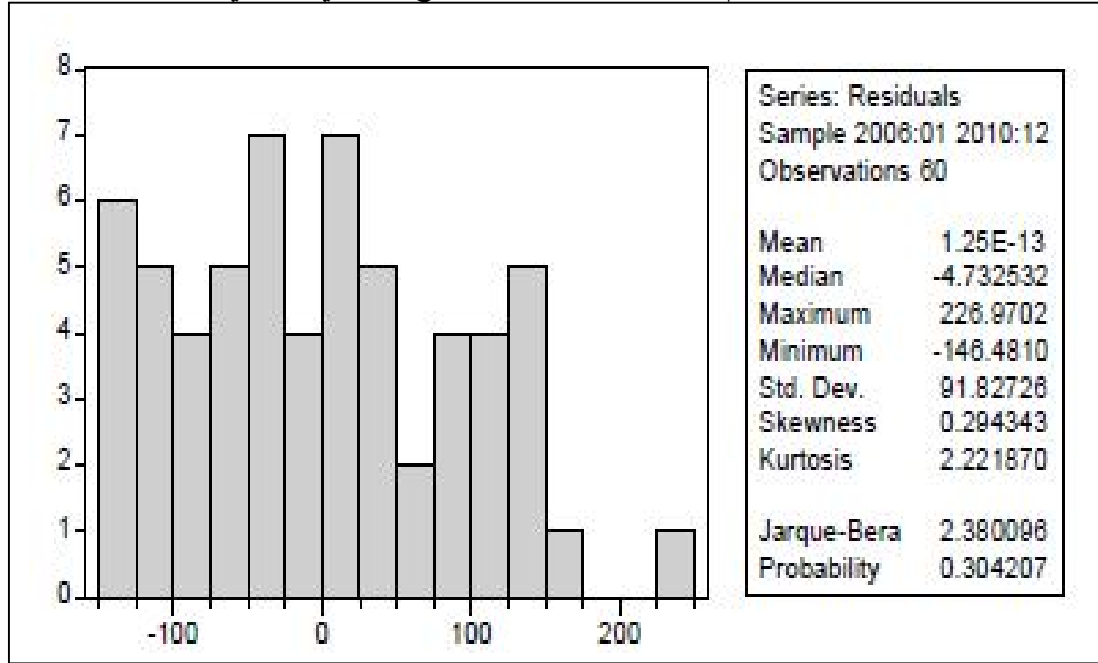


المصدر: مخرجات البرنامج *EVIEWS04*.

ثانيا: اختبار التوزيع الطبيعي لسلسلة بواقي النموذج الكلي

من خلال هذا الاختبار، يمكن معرفة هل أن البواقي e_t تخضع للقانون الطبيعي أم لا، ومن أجل هذا يمكن الاستعانة بالاختبارات الآتية، المتمثلة في معامل الالتواء أو التناظر (*Skewness*)، معامل التفلطح (*Kurtosis*)، واختبار جارك بيرا (*Jarque-Berra*)، وقبل التطرق لهذه الاختبارات يتم عرض معاملات التوزيع الطبيعي للبواقي في الشكل الآتي:

الشكل رقم (4-5): معاملات التوزيع الطبيعي للبواقي



المصدر: مخرجات البرنامج *EVIEWS04*.

1- اختبارات معامل الالتواء (*Skewness*) ومعامل التفلطح (*Kurtosis*)

من أجل القيام بهذه الاختبارات تم الاعتماد على القيم المحسوبة لكل من *Skewness*, *Kurtosis*.

1-1- اختبار معامل الالتواء (*Skewness*)

لاختبار فرضية العدم (فرضية التناظر) $H_0: V_1 = 0$ ، يجب حساب الإحصائية V_1 :

$$V_1 = \frac{B_1 - 0}{\sqrt{\frac{6}{n}}}$$

$$Skewness \quad B_1 = \frac{U_3}{U_2^2} \rightarrow N\left(0, \sqrt{\frac{6}{60}}\right)$$

حيث إن:

$$U_K = \frac{1}{60} \sum_{t=1}^{60} (\varepsilon_t - \bar{\varepsilon})^K$$

B_1 : تمثل إحصائية معامل الالتواء *Skewness* وتساوي هنا 0.294343 من الشكل رقم (4-5)

$$V_1 = \frac{0.294343}{\sqrt{\frac{6}{60}}} = 0.930794293$$

من خلال هذه الإحصائية $V_1 = 0.9307 < 1.96$ ، ومنه قبول فرضية العدم $H_0 = V_1 = 0$ وتكون سلسلة البواقي ε_t متناظرة.

1-2- اختبار معامل التفلطح (*Kurtosis*)

في هذه الحالة، يتم اختبار فرضية التفلطح أو التسطح الطبيعي *Aplatissement normal*

$$H_0 = V_2 = 0$$

$$V_2 = \left| \frac{B_2 - 3}{\sqrt{\frac{24}{n}}} \right|$$

$$Kurtosis B_2 = \frac{U_4}{U_2^2} \rightarrow N\left(3, \sqrt{\frac{24}{60}}\right)$$

حيث إن:

B_2 : تمثل إحصائية معامل التفلطح *Kurtosis* ويساوي هنا 2.221870 من الشكل رقم (4-5)

$$\Rightarrow V_2 = \left| \frac{2.221870 - 3}{\sqrt{\frac{24}{60}}} \right| = 1.23$$

من خلال هذه الإحصائية $V_2 = 1.23 < 1.96$ ، ومنه قبول فرضية العدم $H_0 = V_2 = 0$ وتكون سلسلة البواقي ε_t مسطحة.

ومن خلال هذه النتائج يمكن القول أن فرضية التناظر للتوزيع الطبيعي مقبولة وذلك نتيجة أن $V_1 < 1.96$ وكذلك $V_2 < 1.96$.

2- اختبار جارك بيررا (*Jarque-Berra*)

من أجل اختبار فرضية العدم (سلسلة البواقي ε_t ذات توزيع طبيعي H_0) يجب حساب إحصائية جارك بيررا (S).

$$S = \frac{n}{6} B_1^2 + \frac{n}{24} (B_2 - 3)^2 \rightarrow X_{1-\alpha}^2(2)$$

$$S = \frac{60}{6} (0.294343)^2 + \frac{60}{24} (2.221870 - 3)^2$$

$$\Rightarrow S = 2.38009$$

يلاحظ أن القيمة المحسوبة لإحصائية جاك بيرا $S = 2.38009$ والتي يمكن أخذها مباشرة من الشكل رقم (4-5) أقل من القيمة الجدولة كاي دو $X_{0.05}^2(1) = 3.84$ ، $S = 2.38009 < X_{0.05}^2(1)$ وبالتالي قبول طبيعة البواقي (التوزيع الطبيعي للبواقي) عند مستوى 5%.

من خلال ما سبق، التمثيل البياني لسلسلة البواقي ε_t وبعد حساب اختبارات معامل الالتواء (*Skewness*) ومعامل التفلطح (*Kurtosis*) واختبار جارك بيرا (*Jarque-Berra*)، فإن سلسلة البواقي ε_t تخضع لسيرورة التشويش الأبيض.

ثالثا: تحليل دالة الارتباط الذاتي لبواقي النموذج الكلي

لتحليل مثل هذه الدالة يمكن الاستعانة بدالة الارتباط الذاتي للبواقي التقديرية للنموذج الممثلة في الشكل أدناه:

الشكل رقم (4-6): دالة الارتباط الذاتي لبواقي التقدير

Correlogram of Residuals

Date: 01/23/12 Time: 12:27 Sample: 2006:01 2010:12 Included observations: 60						
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
		1	0.912	0.912	52.478	0.000
		2	0.805	-0.162	94.058	0.000
		3	0.695	-0.065	125.60	0.000
		4	0.574	-0.134	147.47	0.000
		5	0.476	0.086	162.80	0.000
		6	0.410	0.100	174.39	0.000
		7	0.334	-0.148	182.22	0.000
		8	0.252	-0.113	186.75	0.000
		9	0.151	-0.183	188.43	0.000
		10	0.051	-0.004	188.62	0.000
		11	-0.025	0.095	188.66	0.000
		12	-0.115	-0.234	189.69	0.000
		13	-0.209	-0.169	193.16	0.000
		14	-0.291	-0.079	199.99	0.000
		15	-0.350	0.141	210.15	0.000
		16	-0.406	-0.055	224.11	0.000
		17	-0.456	-0.204	242.08	0.000
		18	-0.494	-0.114	263.69	0.000
		19	-0.524	0.002	288.57	0.000
		20	-0.529	0.237	314.57	0.000
		21	-0.511	0.038	339.48	0.000
		22	-0.452	0.037	359.51	0.000
		23	-0.367	0.038	373.05	0.000
		24	-0.305	-0.111	382.64	0.000
		25	-0.258	0.043	389.70	0.000
		26	-0.219	-0.071	394.95	0.000
		27	-0.188	-0.005	398.92	0.000
		28	-0.162	-0.129	401.97	0.000

المصدر: مخرجات البرنامج *EVIEWS04*.

رابعاً: اختبار لجينغ بوكس (Ljung-Box - pierce)

يختبر هذا النوع فرضية التشويش الأبيض إذا كانت معاملات دالة الارتباط الذاتي p_k تساوي معنوياً الصفر من أجل كل k أكبر من الصفر، ويتطلب هذا الاختبار مقارنة إحصائية كاي دو الجدولة بإحصائية لجينغ بوكس (Ljung-Box) المحسوبة وتساوي 401.97 من الشكل رقم (4-6)، والتي يمكن حسابها من خلال العلاقة أدناه:

$$Q^* = n(n+2) \sum_{i=1}^k (k-i)r_i^2 = 60(60+2) \sum_{i=1}^{28} (k-i)r_i^2 \rightarrow \chi_{k-p-q}^2$$

$$\Rightarrow Q^* = 401.97$$

من خلال هذه الإحصائية $\chi_{27,0.05}^2 = 40.113 < Q^* = 401.97$ ، ومنه رفض فرضية العدم، والتي تبين أن سلسلة البواقي ε_t تخضع لسيرورة الشوشرة البيضاء، وقبول الفرضية التي تقر بأن كل معاملات دالة الارتباط الذاتي تختلف عن الصفر.

خامساً: اختبار دارين واتسون (Durbin-Watson)

لاختبار الارتباط الذاتي من الدرجة الأولى بين الأخطاء المقدرة نستعمل أحد أهم الاختبارات الشائعة في ذلك وهو اختبار دارين واتسون DW الذي يهدف إلى اختبار معنوية النموذج. من خلال اختبار الفرضيتين:

$$\begin{cases} H_0 : P = 0 \\ H_1 : P \neq 0 \end{cases}$$

مع الأخذ:

$$\varepsilon_t = P\varepsilon_{t-1} + \theta_t \quad \theta_t \rightarrow N(0, \sigma^2)$$

حيث إن:

$$\begin{cases} DW_c = 0.164685 \\ K = 2 \\ \alpha = 5\% \\ n = 60 \end{cases}$$

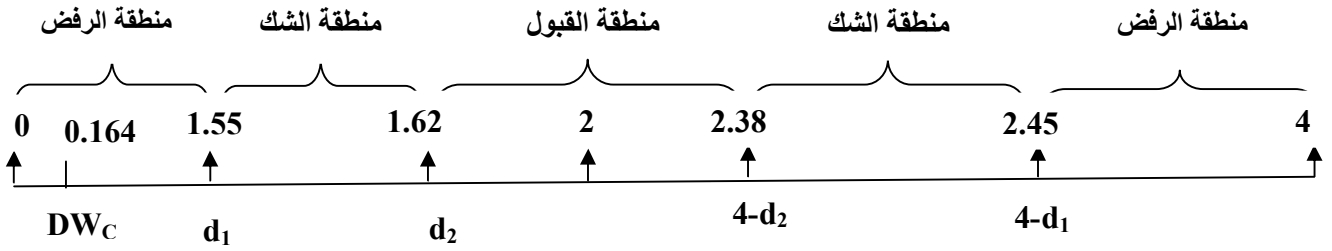
وبالاستعانة بالجدول الخاص بدارين واتسون لإخراج d_2, d_1

$$d_1 = 1.55$$

$$d_2 = 1.62$$

بعد إسقاط هذه القيم على خط الارتباط الذاتي للأخطاء بطريقة DW يمكن الحصول على نتائج الاختبار.

الشكل رقم (4-7): خط الارتباط الذاتي للأخطاء بطريقة DW



المصدر: تم إعداد الشكل بناء على مخرجات البرنامج *EVIEWS04*.

من خلال الشكل السابق يتبين أن قيمة داربين واتسون المحسوبة والتي تساوي 0.164، تقع في منطقة الرفض $DW \in [0, 1.55]$. ففي هذه الحالة، تكون نتيجة الاختبار غير محددة، ويستحسن إضافة بيانات أكثر لتوضيح وجود ارتباط ذاتي بين البواقي من عدمه وهو ما لم يتوفر لإعطاء صورة شاملة عن النموذج.

المبحث الثالث: تأثير المشتقات المالية على إحداث أزمة مالية في سوق الكويت للأوراق المالية

بعد التطرق في المبحث السابق إلى تأثير الأزمة المالية العالمية على المؤشر الوزني لسوق الكويت للأوراق المالية بشكل خاص، والسوق المالية بشكل عام، يأتي هذا المبحث ليدرس تأثير المشتقات المالية على سوق الكويت للأوراق المالية، من خلال المطالب الموالية:

- تقدير واختبار النموذج؛
- دراسة بواقى النموذج الكلي؛
- انعكاسات الأزمة على الكويت وآثارها وسبل الخروج منها.

المطلب الأول: تقدير واختبار النموذج

يتم في هذه الدراسة تقدير واختبار تأثير المشتقات على إحداث أزمة مالية في سوق الكويت للأوراق المالية.

أولاً: الدراسة الوصفية لبيانات السلسلة

تتكون السلسلة (LPD, LVM) من 60 مشاهدة شهرية للفترة الممتدة من جانفي 2006 إلى غاية ديسمبر 2010 داخل سوق الكويت للأوراق المالية، حيث تم وضع معطيات السلسلة في جدول قسم على شكل تابع ومستقل، وقد تم وضع رموز للمتغيرات المالية والاقتصادية وهي:

- LPD : وهو يعبر عن قيمة المشتقات المالية باللوغاريتم.

- LVM : وهو يعبر عن القيمة السوقية باللوغاريتم.

ومن خلال هذا الطرح، تم وضع شكل للمعادلة التي يمكن من خلالها بناء النموذج الكلي وهي على الشكل

أدناه:

$$LVM = F(LPD)$$

ثانياً: تقدير نموذج الانحدار الخطي البسيط

من خلال اقتراح النموذج الكلي المتمثل في التابع، لوغاريتم القيمة السوقية (القيمة الرأسمالية) لسوق الكويت للأوراق المالية، ولوغاريتم قيمة المشتقات المالية الممثلة للمتغير المستقل. وعليه، يتم فرض المعادلة الآتية:

$$LVM = a(LPD) + \beta + \varepsilon$$

حيث إن:

- a, β : معالم النموذج الكلي.

- ε : البواقي.

- LVM : يمثل المتغير التابع، وهو القيمة السوقية أو الرأسمالية لسوق الكويت للأوراق المالية وهي معبر عنها باللوغاريتم.

- LPD : يمثل المتغير المستقل أو المفسر، وهو قيمة المشتقات المالية الشهرية في سوق الكويت للأوراق المالية وهي كذلك معبر عنها باللوغاريتم.

بالاستعانة ببرنامج *EVIEWS 04*، يمكن تقدير نموذج الانحدار الخطي البسيط بطريقة المربعات الصغرى العادية.

الجدول رقم (4-3): تقدير النموذج الكلي

Dependent Variable: LV				
Method: Least Squares				
Date: 01/23/12 Time: 12:36				
Sample: 2006:01 2010:12				
Included observations: 60				
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
LD	0.217937	0.054077	4.030129	0.0002
C	7.277390	0.740085	9.833181	0.0000
R-squared	0.218770	Mean dependent var	10.25755	
Adjusted R-squared	0.205301	S.D. dependent var	0.261891	
S.E. of regression	0.233465	Akaike info criterion	-0.038803	
Sum squared resid	3.161346	Schwarz criterion	0.031008	
Log likelihood	3.164091	F-statistic	16.24194	
Durbin-Watson stat	0.238734	Prob(F-statistic)	0.000164	

المصدر: مخرجات البرنامج *EVIEWS04*.

ومنه الحصول على المعادلة الجديدة المقدرة بالقيمة أدناه:

$$LV = 0.21793LD + 7.277$$

$$(4.03) \quad (9.83)$$

$$R^2 = 0.2187 \quad F_{stat} = 16.2419 \quad DW = 0.23873 \quad (.) = t - statistic$$

$$n = 60$$

ثالثا: اختبار المعنوية الإحصائية للمعالم

من خلال الشكل أعلاه، يمكن اختبار الفرضيات الموالية:

- اختبار الفرضية ($H_0: a, \beta = 0$) كل معلمات النموذج معدومة.

- اختبار الفرضية ($H_1: \exists \alpha, \beta \neq 0$) يوجد على الأقل معلمة تختلف معنويا عن الصفر.

من خلال تحليل نتائج هذا النموذج يلاحظ أن للمعالم a, β معنوية إحصائية أي أنها تختلف معنويا عن الصفر بنسبة معنوية 5%، لأن القيمة المحسوبة لإحصائية ستيدنت بالقيمة المطلقة أكبر تماما من القيمة الجدولة للتوزيع الطبيعي عند مستوى معنوية 5%. $Z_{\frac{\alpha}{2}} = Z_{0.025} = 1.96$ ، $T_{Ca} = 4.03, T_{Cb} = 9.83 > Z_{\frac{\alpha}{2}}$ ، وهو ما تؤكد نسبة الاحتمال والتي هي أقل تماما من نسبة المعنوية 5%، وبالتالي رفض فرضية العدم H_0 وقبول الفرضية البديلة H_1 : يوجد على الأقل معلمة تختلف معنويا عن الصفر، وبالتالي للمعالم (a, β) معنوية إحصائية .

رابعا: اختبار المعنوية الكلية للنموذج

بالنسبة لقبول أو رفض النموذج الكلي المقترح يجب مقارنة إحصائية فيشير الجدولة بالمحسوبة التي تساوي

16.2419، وكذلك يمكن حسابها من خلال العلاقة الموالية:

$$F_{K-1, n-K} = \left[\frac{R^2}{K-1} \right] / \left[\frac{1-R^2}{n-K} \right]$$

$$F_{K-1, n-K} = \left[\frac{0.21877}{2-1} \right] / \left[\frac{1-0.21877}{60-2} \right] = 16.2419$$

يلاحظ أن إحصائية فيشير المحسوبة أكبر من إحصائية فيشير الجدولة عند درجة حرية 5%.

وبالتالي رفض الفرضية H_0 وقبول الفرضية H_1 وعليه $F_{stat} = 16.2419 > F_{tab}(1,58) = 4.03$

النموذج الكلي مقبول إحصائيا.

خامسا: تشخيص النموذج

من خلال الملاحظة الدقيقة للجدول رقم (3-4) الممثل للنموذج الكلي لدراسة تأثير قيمة المشتقات المالية على إحداث أزمة مالية في سوق الكويت للأوراق المالية، فيمكن القول أن هناك تأثيرا موجب للمشتقات على القيمة السوقية لسوق الكويت للأوراق المالية عند درجة حرية 5% من خلال القيمة الموجبة

للمعلمة $a=0.2179$ ، حيث إنه عند زيادة قيمة المشتقات المالية بوحدة واحدة تؤدي إلى زيادة 0.2179 وحدة من القيمة السوقية لسوق الكويت للأوراق المالية، ومنه للمشتقات المالية تأثير إيجابي على سوق الكويت للأوراق المالية.

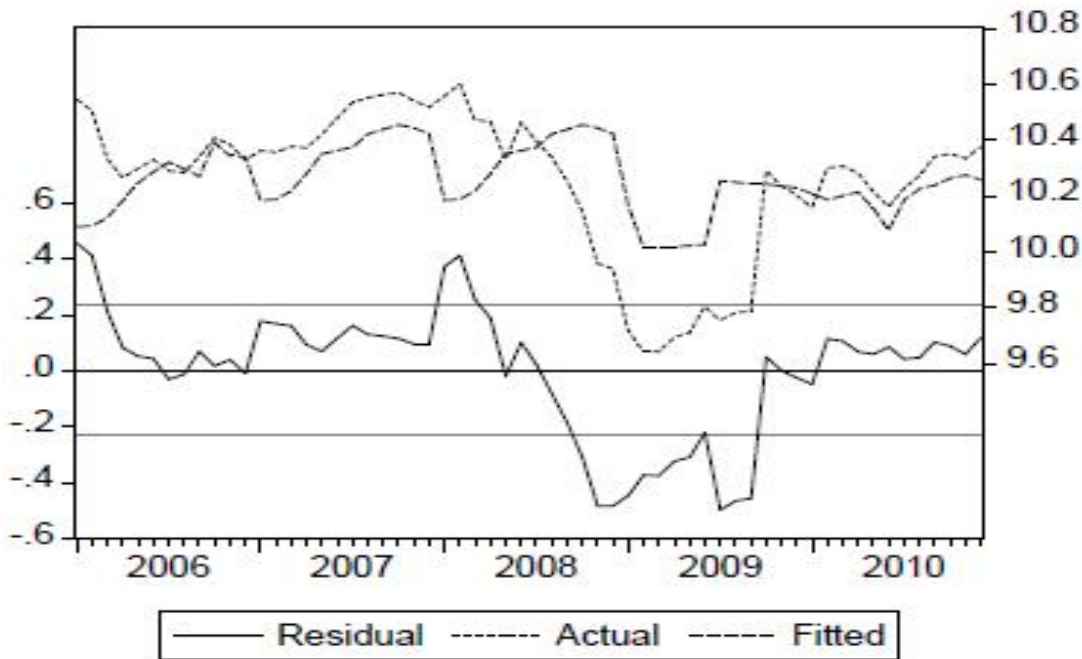
ومن نتائج اختبار المعنوية الكلية للنموذج والمعامل ذات معنوية إحصائية، يمكن القول أن هناك علاقة ارتباطية بين قيمة المشتقات المالية والقيمة السوقية لسوق الكويت للأوراق المالية.

ومن خلال قيمة معامل التحديد للنموذج الكلي تساوي $21,87\%$. وعليه، فإن هذه النسبة ضعيفة أو أقل من المتوسط. من هنا، يمكن القول أن القيمة السوقية لسوق الكويت للأوراق المالية تحدها قيمة المشتقات المالية بنسبة 21.87% ، أما النسبة المتبقية حوالي 78.13% فتتحكم فيها متغيرات أخرى خارج المشتقات المالية قد تكون قيمة الأسهم، قيمة السندات... إلخ. ومن هنا، يمكن القول بأن تأثير المشتقات المالية بشكل عام ضعيف نوعاً ما على القيمة السوقية لسوق الكويت للأوراق المالية.

سادساً: شكل النموذج الكلي الأصلي والمقدر

يمكن من خلال شكل النموذج الكلي الأصلي والمقدر مقارنة مدى تطابق السلسلة الأصلية لحجم التداول والسلسلة المقدر.

الشكل رقم (4-8): مقارنة بين السلسلة الأصلية والسلسلة المقدر للنموذج الكلي



المصدر: مخرجات البرنامج *EVIEWS04*.

من خلال الشكل رقم (4-8) يلاحظ أنه هناك بعض التطابق بين منحنى السلسلة الأصلية والمقدرة ولهما نفس الاتجاه العام، إلا أنه ابتداء من الربع الأخير من عام 2008 إلى غاية أواخر 2009 هناك عدم تطابق بين المنحنيين، حيث هناك انخفاض كبير لحجم التداول للسلسلة الأصلية، في حين هناك انخفاض طفيف في حجم التداول للسلسلة المقدرة، مما يوحي أن هناك متغيرات أخرى أحدثت أزمة في سوق الكويت للأوراق المالية قد تكون الذعر المالي، التأثير النفسي، الخسائر الناجمة عن انخفاض الدولار... إلخ. أما سلسلة بواقى الأخطاء فتقريباً هي داخل مجال الثقة، ماعدا المجال الذي تم ذكره سابقاً (الربع الأخير من عام 2008 وخلال 2009)، فيلاحظ أن سلسلة بواقى الأخطاء تقع خارج المجال، وهذا راجع كما سبق ذكره إلى وجود متغيرات أخرى غير المشتقات المالية تؤثر في حجم التداول خلال الأزمة المالية.

المطلب الثاني: دراسة بواقى النموذج الكلي

ويتم دراسة بواقى النموذج الكلي من خلال ما يلي:

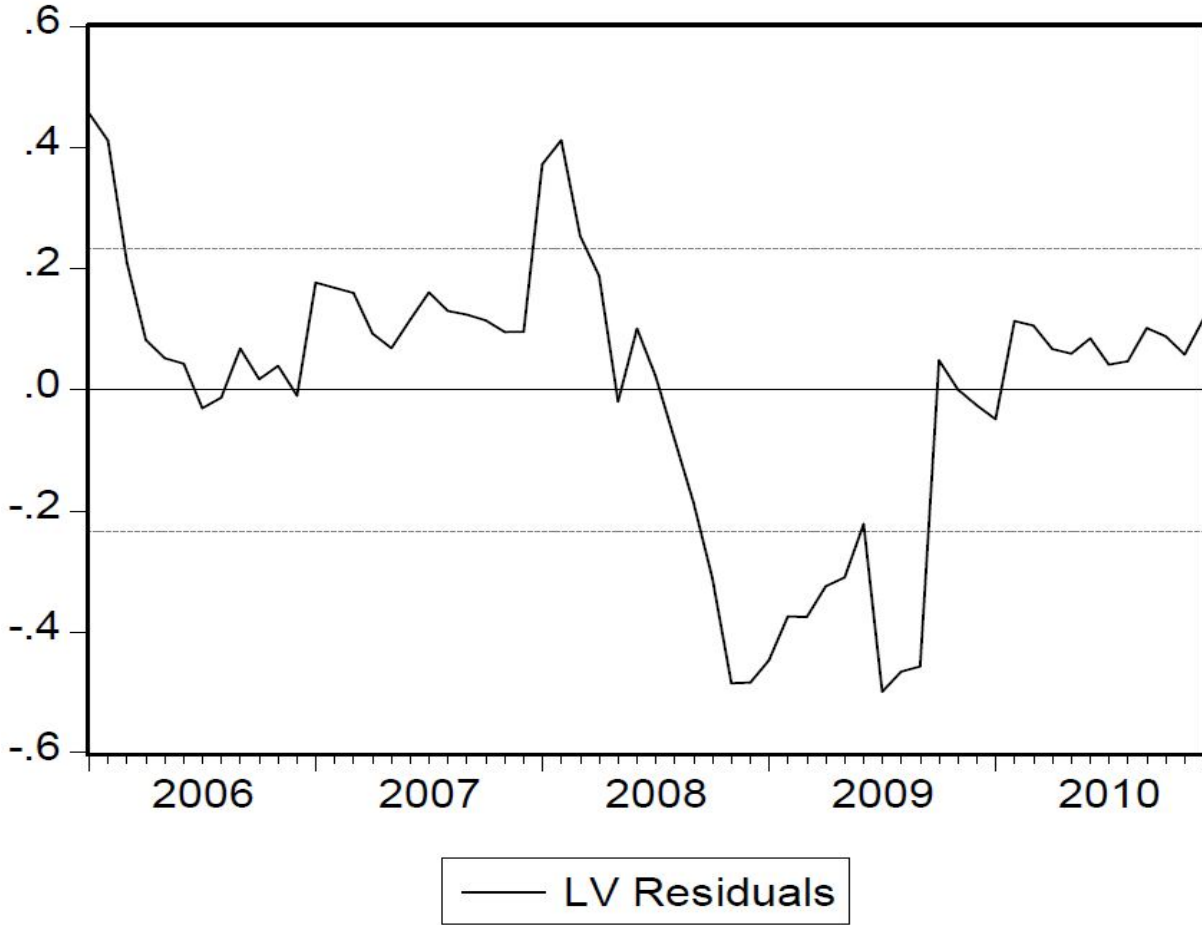
أولاً: حساب بواقى تقدير النموذج الكلي المقدر e_t

يمكن حساب البواقى التقديرية للنموذج الكلي وفق المعادلة أدناه:

$$LV - \hat{LV} = e_t$$

من خلال هذه العلاقة يمكن الحصول على سلسلة البواقى المكونة من 60 مشاهدة، وهي الفرق بين السلسلة الأصلية والسلسلة المقدرة للنموذج الكلي والمثلة في الشكل الآتي:

الشكل رقم (4-9): منحنى بياني لسلسلة بواقي النموذج الكلي

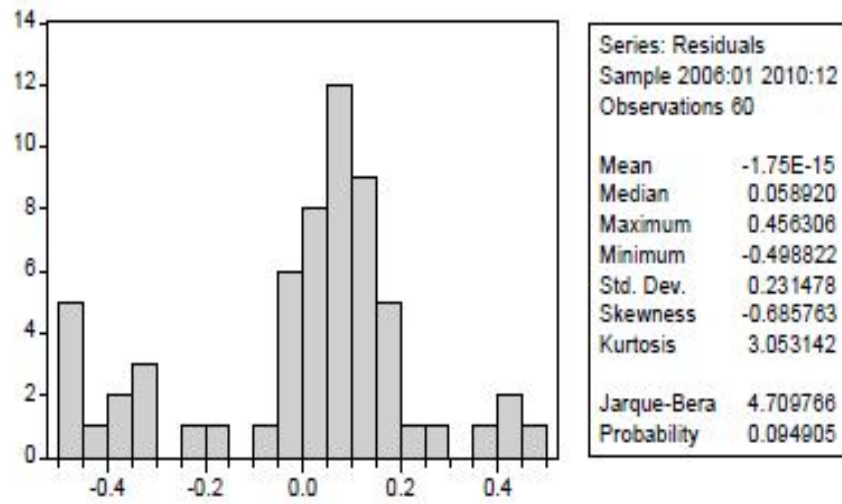


المصدر: مخرجات البرنامج *EVIEWS04*.

ثانياً: اختبار التوزيع الطبيعي لسلسلة بواقي النموذج الكلي

من خلال هذا الاختبار، يمكن معرفة هل أن البواقي e_t تخضع للقانون الطبيعي أم لا، ومن أجل هذا يمكن الاستعانة بالاختبارات المتمثلة في معامل الالتواء أو التناظر (*Skewness*)، معامل التفلطح (*Kurtosis*)، واختبار جارك بيررا (*Jarque-Berra*)، وقبل التطرق لهذه الاختبارات يتم عرض معاملات التوزيع الطبيعي للبواقي في الشكل الآتي:

الشكل رقم (4-10): معاملات التوزيع الطبيعي للبقايا



المصدر: مخرجات البرنامج *EVIEWS04*.

1- اختبارات معامل الالتواء (*Skewness*) ومعامل التفلطح (*Kurtosis*)

من أجل القيام بهذا الاختبار، تم الاعتماد على القيم المحسوبة للإحصائيات *Skewness*، *Kurtosis*.

1-1- اختبار معامل الالتواء (*Skewness*)

لاختبار فرضية العدم (فرضية التناظر) $H_0: V_1 = 0$ ، يجب حساب الإحصائية V_1 :

$$V_1 = \left| \frac{B_1 - 0}{\sqrt{\frac{6}{n}}} \right|$$

حيث إن:

$$Skewness \quad B_1 = \frac{U_3}{U_2^2} \rightarrow N\left(0, \sqrt{\frac{6}{60}}\right)$$

$$U_K = \frac{1}{60} \sum_{t=1}^{60} (\varepsilon_t - \bar{\varepsilon})^K$$

B_1 : تمثل إحصائية معامل الالتواء (*Skewness*) وتساوي هنا 0.685763، من الشكل رقم (4-10).

$$V_1 = \frac{0.685763}{\sqrt{\frac{6}{60}}} = 2.168 > 1.96$$

من خلال هذه الإحصائية $V_1 > 1.96$ ، ومنه رفض الفرضية H_1 قبول فرضية العدم $H_0 = V_1 = 0$ أي سلسلة البواقي ε_t غير متناظرة، وهنا التوزيع ملتوي من جهة اليمين.

1-2- اختبار معامل التفلطح (*Kurtosis*)

في هذه الحالة، يتم اختبار فرضية التسطح الطبيعي *Aplatissement normal*.

$$H_0 = V_2 = 0$$

$$V_2 = \left| \frac{B_2 - 3}{\sqrt{\frac{24}{n}}} \right|$$

حيث إن:

$$Kurtosis B_2 = \frac{U_4}{U_2^2} \rightarrow N\left(3, \sqrt{\frac{24}{60}}\right)$$

B_2 : تمثل إحصائية معامل التفلطح (*Kurtosis*) ويساوي هنا 3.053، من الشكل رقم (4-10).

$$\Rightarrow V_2 = \left| \frac{3.053 - 3}{\sqrt{\frac{24}{60}}} \right| = 0.083$$

من خلال هذه الإحصائية $V_2 = 0.083 < 1.96$ ، أي فرضية التسطح مقبولة.

من خلال هذه النتائج، يمكن القول أن فرضية التناظر للتوزيع الطبيعي غير مقبولة وذلك نتيجة أن

$$V_1 > 1.96 \text{ وكذلك } V_2 < 1.96$$

2- اختبار جارك بيرا (*Jarque-Berra*)

من أجل اختبار فرضية العدم (سلسلة البواقي ε_t ذات توزيع طبيعي H_0)، يجب حساب إحصائية جارك

بيرا (*S Jarque-Berra*).

$$S = \frac{n}{6} B_1^2 + \frac{n}{24} (B_2 - 3)^2 \rightarrow X_{1-\alpha}^2 (2)$$

$$S = \frac{60}{6} (-0.6857)^2 + \frac{60}{24} (3.053 - 3)^2$$

$$\Rightarrow S = 4.709$$

تعد القيمة المحسوبة لإحصائية جاك بيرا $S = 4.709$ والتي يمكن أخذها مباشرة من الشكل رقم (4-10) أكبر من $X^2_{0.05}(1) = 3.84$ ، $S = 4.709 > X^2_{0.05}(1)$. وبالتالي رفض طبيعية البواقي (البواقي لا تتبع التوزيع الطبيعي) عند مستوى 5%.

نستنتج من خلال التمثيل البياني لسلسلة البواقي ε_t وبعد حساب اختبارات $Kurtosis$ ، $Skewness$ ، $Jarque-Berra$ أن سلسلة البواقي ε_t لا تخضع لسيروورة التشويش الأبيض.

ثالثا: تحليل دالة الارتباط الذاتي لبواقي النموذج الكلي

لتحليل مثل هذه الدالة يمكن الاستعانة بدالة الارتباط الذاتي للبواقي التقديرية للنموذج المثلة في الشكل أدناه:

الشكل رقم (4-11): دالة الارتباط الذاتي لبواقي التقدير

Correlogram of Residuals

Date: 01/23/12 Time: 12:42 Sample: 2006:01 2010:12 Included observations: 60						
Autocorrelation	Partial Correlation	AC	PAC	Q-Stat	Prob	
		1	0.846	0.846	45.077	0.000
		2	0.694	-0.074	75.953	0.000
		3	0.566	-0.006	96.843	0.000
		4	0.520	0.207	114.77	0.000
		5	0.431	-0.186	127.36	0.000
		6	0.339	-0.041	135.29	0.000
		7	0.247	-0.010	139.59	0.000
		8	0.171	-0.089	141.69	0.000
		9	0.061	-0.180	141.96	0.000
		10	-0.019	0.043	141.98	0.000
		11	-0.081	-0.032	142.48	0.000
		12	-0.108	-0.003	143.38	0.000
		13	-0.186	-0.169	146.12	0.000
		14	-0.239	0.033	150.74	0.000
		15	-0.289	-0.068	157.65	0.000
		16	-0.289	0.022	164.72	0.000
		17	-0.311	-0.051	173.08	0.000
		18	-0.315	-0.008	181.86	0.000
		19	-0.290	0.107	189.47	0.000
		20	-0.236	0.024	194.64	0.000
		21	-0.194	0.026	198.23	0.000
		22	-0.172	-0.053	201.15	0.000
		23	-0.116	0.148	202.50	0.000
		24	-0.048	-0.027	202.74	0.000
		25	-0.033	-0.150	202.86	0.000
		26	-0.045	-0.055	203.08	0.000
		27	-0.044	0.014	203.30	0.000
		28	-0.052	-0.221	203.62	0.000

المصدر: مخرجات البرنامج EVIEWS04

رابعاً: اختبار لجينغ بوكس (Ljung-Box-pierce)

يختبر هذا النوع فرضية التشويش الأبيض إذا كانت معاملات دالة الارتباط الذاتي p_k تساوي معنوياً الصفر من أجل كل k أكبر من الصفر، وبمقارنة إحصائية كاي دو الجدولة بإحصائية *Ljung-Box* المحسوبة، وتساوي 203.62 من الشكل رقم (4-10). والتي يمكن حسابها من خلال العلاقة أدناه:

$$Q^* = n(n+2) \sum_{i=1}^k (k-i)r_i^2 = 60(60+2) \sum_{i=1}^{28} (k-i)r_i^2 \rightarrow \chi_{k-p-q}^2$$

$$\Rightarrow Q^* = 203.62$$

$$Q^* = 203.62 > \chi_{27,0.05}^2 = 40.113$$
 ومنه رفض فرضية العدم، والتي تبين أن سلسلة البواقي ε_t

تخضع لسيرورة الشوشرة البيضاء، وقبول الفرضية التي تقرر بأن كل معاملات دالة الارتباط الذاتي تختلف عن الصفر.

المطلب الثالث: انعكاسات الأزمة على الكويت وآثارها وسبل الخروج منها

تعتبر الأزمة التي عاشها الاقتصاد الكويتي عام 2008، قد أثرت وبشكل كبير على معظم المؤسسات المالية والاقتصادية، وقد يتفق الجميع على أن الأزمة التي تمر بها سوق الكويت للأوراق المالية هي في أغلبها مستوردة أتت بظلالها بشكل ما على المؤسسات المالية الكويتية، تبع ذلك الأبعاد النفسية للمستثمرين وتحديد الصغار منهم، وقد تضافرت جهود الجهات المعنية بالأزمة ومنذ بدايتها لإيجاد الحلول المناسبة التي تحمي المؤسسات المالية.

أولاً: انعكاسات الأزمة على الاقتصاد الكويتي

تعتبر من أبرز السمات التي ميزت مرحلة الأزمة المالية استمرار وتيرة الارتفاع في مستويات أسعار النفط العالمية وإن جاءت بمعدلات أبطأ من مثيلاتها في العام الذي سبقها، وانعكس عليها ما يلي:

- بلغ معدل النمو للاقتصاد الكويتي بالأسعار الجارية نحو 25% عام 2006، وواصل الاقتصاد الكويتي نموه لكن بمعدلات أقل 8% خلال عام 2007.

- حقق الحساب الجاري خلال عام 2007 فائضا بلغ نحو 13492 مليون دينار كويتي مقارنة بفائض بلغ نحو 14965 مليون خلال عام 2006. كما حققت الموازنة العامة للدولة فائضا بلغ نحو 6986 مليون دينار مقارنة بنحو 7255 مليون عام 2006.

- زيادة الطلب المحلي وارتفاع أسعار الواردات مما زاد معدل التضخم من نحو 3.1 % عام 2006 إلى نحو 5.5 % عام 2007.

- ارتباط الدينار الكويتي بالدولار الأمريكي، ومع انخفاض الدولار انعكس بالسلب على العملة الكويتية. فقد انخفض الدينار مقابل اليورو 11.8%، وهبط مقابل الإسترليني 7.6%. أما الانخفاض الأكبر، فكان أمام الين الياباني، وقد سجل 12.04% وبما أن الكويت دولة مستوردة لغالبية السلع، وبما أن أكثر من 60 % من وارداتها تأتي من هذه المناطق الثلاث (بريطانيا، دول اليورو، واليابان)، فقد تأثرت أسعار السلع في الداخل، مما انعكس على غلاء المعيشة في البلاد، خصوصا في الأغذية والسلع المعمرة مثل السيارات.¹

- تعرض بنك الخليج بعد نهاية ساعات العمل يوم 23 أكتوبر 2008 لخسارة مالية، نتيجة لتعامل البنك في عقود المشتقات، حيث نتجت هذه الخسارة عن الهبوط الكبير لسعر صرف اليورو مقابل الدولار الأمريكي، علما أن العملاء المعنيين لم يكونوا راغبين أو كانوا غير قادرين على الوفاء بالتزاماتهم في تغطية خسائرهم.²

ثانيا: آثار الأزمة المالية على الاقتصاد الكويتي

يلاحظ أن حدود الأزمة في دول مجلس التعاون الخليجي قد اقتضرت وبنسبة كبيرة على البورصات الخليجية والتي تدنت لمستويات قياسية لم تشهدها من قبل، وذلك لأسباب نفسية ليس لها علاقة بالأداء الجيد للشركات المدرجة في هذه البورصات أو بأرباح الشركات والتي أعلنت عن نتائج جيدة للربع الثالث من عام 2008.

وفيما يلي آثار الأزمة المالية على الاقتصاد الكويتي:³

- تراجع بورصة الكويت وانخفاض أسعار الأسهم في هذه البورصة وهذا يرجع إلى عدة أسباب منها توقعات المستثمرين بانخفاض أرباح المصارف وتشدد البنوك المركزية في منطقة دول مجلس التعاون لعمليات الإقراض تحسبا لأي عواقب مستقبلية، وأيضاً ضعف الإطار الرقابي للبورصة الناتج من عدم وجود هيئة مستقلة معنية بالتجاوزات والمخالفات التي تقوم بها كثير من الجهات المستثمرة في البورصة.

¹ - مارون بدران، ماذا تعني "حرب العملات" للكويتيين؟، جريدة القبس، الكويت، 17 أكتوبر 2010، العدد 13429، ص: 42.

² - أحمد فضحي وعيسى عبد السلام، ماذا تعني "حرب العملات" للكويتيين؟، جريدة القبس، الكويت، 27 أكتوبر 2008، العدد 12720، ص: 42.

³ - اتحاد الشركات الاستثمارية، الأزمات المالية العالمية أسبابها - آثارها - انعكاسها على الاستثمار بدولة الكويت، ماي 2009، ص: 33-35.

- بالنسبة للقطاع المصرفي الكويتي فهناك علاقة عضوية ما بينه وبين القطاع المصرفي الدولي من خلال ثلاثة روابط أبرزها أرصدة البنوك الكويتية في الخارج، وكذلك استثمارات البنوك الكويتية في الأوراق المالية الأجنبية وأيضاً العلاقة بالبنوك المراسلة لتسهيل عمليات الاستيراد والتصدير. هذا بخلاف استثمارات الأفراد الكويتيين بالبورصات الأجنبية أو ودائعهم بالبنوك الأجنبية بالخارج، ومن الطبيعي أن تتأثر تلك الأموال بما يحدث بتلك الأسواق من تغيرات سلبية، إلا أن نقص الإفصاح المصرفي يحول دون معرفة البنوك المحلية المتضررة من الأزمة وحجم تضررها، رغم أن قواعد الإفصاح تحتم عليها ذلك.

- بالنسبة لمعدل النمو فالاقتصاد الكويتي يعتمد على الطلب الأجنبي بشكل كبير وخاصة الطلب على النفط. ولذلك فإن تراجع معدلات النمو بالدول الكبرى ينعكس سلباً على حجم الطلب على الصادرات الكويتية النفطية وتراجع أسعارها وبالتالي نقص العوائد النفطية وحصيلة الصادرات.

ثالثاً: سبل الخروج من الأزمة

لأجل التخفيف من حدة التوترات في الأسواق المالية، قامت الدولة بضخ مليار دينار كسيولة في الأسواق، وعرض البنك المركزي أموالاً ليلية واحدة، ولأسبوع، ولشهر بقصد توفير السيولة للبنوك خاصة بعد هبوط أسعار البورصة.¹

ومن أهم إجراءات المواجهة التي اتخذت والإجراءات المقترحة ما يلي:²

- هناك بعض السياسات الداخلية التي يمكن أن تخفف من وطأة تأثير الأزمة العالمية، بل والتي يمكن أن تتحول بالكثير من السلبيات إلى إيجابيات وفي مقدمة هذه السياسات، التركيز على استثمار الموارد البشرية بطريقة أكثر قدرة على المنافسة والإنتاج، ومواجهة التضخم وتوالي ارتفاع الأسعار بطريقة أكثر حسماً.

- فصل الدور الرقابي والتنظيمي للبورصة عن الدور الإشرافي بتكوين هيئة مستقلة لأسواق المال وسوف يسهم ذلك في تطوير الإطار المؤسسي للبورصة والذي بدوره يسهم في تفعيل الإطار القانوني وتحسين قواعد الإفصاح بهدف حماية المستثمر وتطبيق المبادئ الدولية والتي بدورها تسهم في زيادة ثقة المستثمر ورفع كفاءة السوق.

- تكوين هيئة إقليمية لأسواق دول مجلس التعاون للرقابة والتنسيق بين هذه الأسواق، فازدياد التكامل المشترك بين أسواق المال بدول مجلس التعاون وتأثر أسواق المال المحلية بالمستجدات الإقليمية في دول مجلس التعاون يستدعى وجود جهة رقابية موحدة لهذه الأسواق معنية بالإطار الرقابي والتنظيمي لبورصات دول مجلس التعاون.

¹ - علي فلاح المناصر ووصفي عبد الكريم الكساسبية، مرجع سبق ذكره، 2009، ص: 30.

² - اتحاد الشركات الاستثمارية، مرجع سبق ذكره، ماي 2009، ص: 35-37.

- تنويع مؤسسات وأدوات التمويل، حيث أن أي اقتصاد يشهد توسعاً على نحو سريع لابد وأن يتطلب الكثير من الوسطاء الماليين كالمصارف والأسهم والسندات والصكوك الإسلامية. ومع ذلك لا يوجد في الوقت الحالي سوى البنوك التي تقوم بدور المصدر الرئيسي لتمويل الصناعة والتجارة.
- تشجيع المؤسسات الدولية مثل البنك الدولي وصندوق النقد الدولي ومؤسساتهما التابعة على التواجد المحلي وتشجيع التواصل مع هذه المؤسسات للاستفادة من خبراتها كواحدة من المرجعيات في الأمور الفنية من ناحية، ولتدريب الكوادر من ناحية أخرى.
- تعاني سوق الأوراق المالية في الكويت وبقية البورصات الخليجية من مستويات عالية من المضاربة نتيجة لتدني نسبة المستثمرين المؤسسيين مثل الصناديق بالنسبة إلى حجم القيمة السوقية. وهنا يمكن اتخاذ كل ما من شأنه تنويع وتوسعة قاعدة الصناديق الاستثمارية بأنواعها.

خلاصة الفصل الرابع

تم التعرف في هذا الفصل على سوق الكويت للأوراق المالية وذلك من خلال التعرض للإطار التنظيمي والتشريعي وكذا العملي لهذه السوق، وقد تبين أن هذه السوق نمت وتطورت بشكل متسارع خلال السنوات الأخيرة، فهي تعتبر ثاني أكبر سوق في الخليج العربي بعد سوق الأسهم السعودية، إلا أن حجمها لا يزال متواضعا بالمقارنة مع الأسواق المالية العالمية الكبرى خاصة أنها تعاني من محدودية أدواتها، والقيود المفروضة عليها.

ومرت سوق الأوراق المالية بدولة الكويت بأزمات مالية متعددة كانت آخرها ما شهده السوق خلال الأزمة المالية العالمية من تراجع في أسعار الأسهم وانخفاض في قيمة المؤشر الوزني للسوق، حيث سجل هذا الأخير أعلى قيمة خلال شهر مارس من عام 2008 نحو 800.73 نقطة، وبدأ هذا المؤشر في الانخفاض إلى أن وصل أدنى مستوياته 345.67 نقطة خلال شهر فيفري من عام 2009. وهذا ما يؤدي بالحكم على أن سوق الكويت للأوراق المالية تأثر بالأزمة المالية العالمية، إلا أن رد الفعل جاء متأخرة.

أما عن تأثير المشتقات المالية على إحداث أزمة في سوق الكويت للأوراق المالية فيمكن القول أن هذا النوع من الأدوات المالية لم تؤثر على إحداث أزمة وذلك راجع إلى محدودية حجم هذا التعامل بهذا النوع من الأدوات مقارنة مع الحجم الإجمالي أو القيمة السوقية لهذه السوق.

الخاتمة العامة

الخاتمة العامة

اتجهت معظم الدول في الوقت الراهن إلى الأخذ بالنظام الرأسمالي، إذ أن دراسة الأسواق المالية أصبح من الموضوعات الهامة ويحظى باهتمام كبير من قبل الأكاديميين وصناع القرار في المؤسسات المالية وذلك نظراً لتزايد الدور والوظائف التي تؤديها هذه الأسواق، خاصةً بسبب سرعة استجابة هذه الأسواق للمتغيرات المحلية والخارجية.

وباعتبار أن أسواق المال تلعب دوراً استراتيجياً وهاماً في عملية التنمية المستدامة وبشكل خاص من الناحية التمويلية، فهي تقوم بحشد المدخرات الوطنية وتحويلها إلى القنوات الاستثمارية الأنسب من خلال توفير قاعدة بيانات ضرورية لبيان فرص الاستثمار المتاحة للمستثمرين المحليين والأجانب.

ولقد شهدت السنوات الأخيرة تطورات كبيرة في أسواق المال وآلية عملها بالإضافة إلى تنوع الأدوات المالية التي تتعامل بها هذه الأسواق. وفي هذا الإطار، تم ابتكار المشتقات المالية التي ينظر إليها على أنها أداة هامة لإدارة وتغطية مخاطر التغيرات السعرية وإتاحة الفرصة أمام المستثمرين لتخطيط التدفقات النقدية وفتح مجالات جديدة للاستثمار لديهم، إضافة إلى كونها أداة للتنبؤ بالأسعار في السوق الحاضرة في تواريخ لاحقة، وتسهم في تسيير وتنشيط التعامل على الأصول محل التعاقد، وسرعة تنفيذ الاستراتيجيات الاستثمارية، وتحقيق سمة الكمال للسوق.

وفي المقابل يكشف العديد من الكتاب الاقتصاديين في الغرب عن حجم المخاطر التي تسببها المشتقات، فوصفوا سوق المشتقات بأنه نوع من المقامرة، فالمشتقات ما هي إلا وسيلة للمتاجرة في مخاطر السوق، حيث يتم بيعها وشرائها بنقلها ممن يتوجسون خفية منها إلى من يسعون إليها، طلباً لثمن انتقال المخاطرة إليهم. وأثارت الأزمة المالية العالمية التي تفجرت على نطاق واسع في الولايات المتحدة الأمريكية وأوروبا، وامتدت آثارها إلى الكثير من الأسواق في مختلف دول العالم -خاصةً الأسواق الناشئة في الدول النامية- العديد من الأسئلة.

وبالتركيز على الأزمة المالية الراهنة، فإن هناك إجماعاً على أن الأسباب الرئيسية لحدوثها ترجع إلى الممارسات التي سادت في أسواق المال وانعدام الرقابة عليها، وذلك في إطار الحرية المطلقة للسوق وعدم تدخل الدولة لتنظيمها. بزعم أن السوق قادر على تصحيح نفسه بنفسه، فتم التوسع في منح الائتمان خاصة العقاري، وتم ابتكار الأدوات المالية الجديدة أو ما يطلق عليها المشتقات المالية، لتوليد المزيد من فرص منح الائتمان، وتوسع البنوك في نظام التوريق وتحويل ذلك الائتمان إلى أسهم وسندات تباع في الأسواق العالمية،

وهي سوق قائمة على المالية الافتراضية بالأساس وترتبط بالمضاربات المستقبلية، وبالتدقيق في عمق الأزمة المالية يتضح مدى ضخامة سوق المشتقات المالية وارتفاع قيمتها.

وعلى هذا فقد تم صياغة إشكالية هذا الموضوع على النحو الموالي:

ما مدى تأثير استخدام المشتقات المالية على إحداث الأزمة المالية العالمية؟ وماذا عن حالة سوق الكويت للأوراق المالية؟

وقد توصلت هذه الدراسات إلى جملة من النتائج والاقتراحات، يمكن ذكرها مع آفاق الدراسة كما يلي:

1- نتائج الدراسة

من بين النتائج التي توصلت إليها الدراسة ما يلي:

- سوق الأوراق المالية هي سوق كغيرها من الأسواق يكون العرض والطلب فيها على الأوراق المالية.

- يتم في هذه السوق تداول العديد من الأدوات المالية، منها التقليدية كالأسهم والسندات، بمختلف أنواعها، ومنها الحديثة التي تم ابتكارها تماشياً مع المستجدات والتطورات في القطاع المالي كالمشتقات، كما تنقسم سوق الأوراق المالية إلى سوقين فرعيين وهما السوق الأولية التي تصدر فيها الأوراق المالية لأول مرة، والسوق الثانوية التي تتداول فيها الأوراق المالية، ويتيح السيولة لأصحاب الأوراق المالية عند الحاجة.

- تتوقف كفاءة سوق الأوراق المالية على كفاءة نظام المعلومات السائدة في السوق، ولا بد من تمتع الأسواق المالية بمستوى من الكفاءة كي تتمكن من تأدية دورها.

- خطورة التعامل بالأدوات والمشتقات المالية نظراً للمخاطر المرتفعة المصاحبة لها.

- تبين أن التحوط ضد المخاطر باستخدام المشتقات لا يترتب عليه درء المخاطر أو حتى تقليلها، بل ينصرف الأمر مجرد تحويل المخاطرة من الشخص أو الجهة التي لا ترغب في تحملها إلى الشخص أو الجهة التي تسعى في طلبها.

- عقود المشتقات ما هي إلا أداة من أدوات للقمار يخسر فيها طرف ويكسب فيها آخر، ولا يحدث فيها تسليم ولا قبض للسلع ولا دفع للثمن، وإنما تسوية عند التصفية يدفعها الخاسرون ويستلمها الراجحون.

- أدت المضاربة بالأدوات والمشتقات المالية إلى حدوث الأزمة المالية العالمية ولا تزال تداعياتها مستمرة خلال الفترة القادمة.

- ضعف الرقابة على المصارف والتداولات في الأسواق المالية وأسواق المشتقات المالية أدى إلى تفاقم وحدوث الأزمة المالية العالمية.

- غياب الضوابط الدينية والأخلاقية عن أوجه النشاط الاقتصادي وتشجيع التشريعات الاقتصادية لكل أنواع الجشع والتعامل الربوي وشيوع الفساد والتدليس والاستغلال والإغراء والغرر والجهالة والغش والمعاملات الوهمية أدى إلى حدوث الأزمة المالية العالمية.

- أدت الأزمة المالية العالمية إلى إثبات فشل النظام المصرفي التقليدي (الربوي) ونجاح النظام المصرفي الإسلامي في مواجهة تداعيات الأزمة المالية العالمية.

- الانخفاض في قيمة المؤشر الوزني لسوق الكويت للأوراق المالية يوحي بأن الكويت تأثرت بالأزمة، لكن عند التمعن يتبين أن هذا التأثير جاء متأخرا وذلك بسبب الذعر المالي، وما تسبب عنه من تهافت المستثمرين لطرح أوراقهم للبيع.

- لم تتأثر سوق الكويت للأوراق المالية بهذه الأزمة بشكل كبير لأنها كانت أقل انفتاحا، ولم تصل بعد إلى درجة الاندماج الذي كان سببا في انتشار هذه الأزمة، لكن الذي تضرر هم المستثمرون الذين تكبدوا خسائر كبيرة للاختيار الذي حصل، لأن قسما كبيرا من الأموال العربية مستثمرة في الأسواق المالية الدولية.

- لم تؤثر المشتقات المالية على أحداث أزمة في سوق الكويت للأوراق المالية، وذلك راجع إلى محدودية حجم التعامل بهذا النوع من الأدوات مقارنة مع الحجم الإجمالي أو القيمة السوقية لهذه السوق (سوق الكويت للأوراق المالية).

2- اقتراحات الدراسة

بناء على ما توصلت إليه الدراسة من نتائج، هناك مجموعة من الاقتراحات التي يأمل الباحث بأن تؤخذ بعين الاعتبار من قبل المسؤولين وصناع القرار، لكون كل بحث علمي هدفه النهائي توفير الحلول المناسبة لمشكلة معينة، وتوصيف الخطوات الإجرائية التي توضح سبل العلاج وكيفية الحد من السمات والظواهر السلبية. تكون الاقتراحات كما يلي:

- مقترحات مرتبطة بالجانب التشريعي والتنظيمي، من خلال إصدار النصوص التشريعية والتنظيمية وآلية العمل المناسبة، ويأتي في مقدمة هذه التشريعات قانون الشركات، قانون سوق الأوراق المالية واللوائح التنفيذية، إضافة إلى القوانين وأنظمة الاستثمار المتعلقة بتداول الأوراق المالية والقوانين العامة ذات الصلة والتأثير غير المباشر على السوق.

- تطوير أنظمة التداول وذلك من أجل رفع كفاءة وسرعة التعامل بالأوراق المالية وزيادة الشفافية والأمان لدى المتعاملين. وإدخال خدمة التداول عن بعد وهي من ضمن الخدمات الجديدة التي شهدتها أسواق الأوراق المالية المتطورة وذلك من أجل تمكين شركات الوساطة من إتمام الصفقات من مكاتبها دون الحاجة إلى وجود مندوبين عنها في السوق.

- دور هيئة السوق في إحكام الرقابة ومتابعة التعاملات في الأدوات والمشتقات المالية وتحديدتها ومنعها خصوصاً في ظل الأزمة المالية العالمية ، وذلك للحد من تداعياتها المستقبلية.

- ضرورة تشديد رقابة البنك المركزي الكويتي على البنوك المحلية والشركات المدرجة بسوق الكويت للأوراق المالية.

3- آفاق الدراسة

وكغيره من البحوث يحتاج هذا البحث جهوداً إضافية من قبل الباحثين حتى يكتمل، خاصة ما تشهده الصناعة المالية من تطور وابتكار للأدوات المالية، وفي ظل الظروف الراهنة فإن الأسواق المالية في أمس الحاجة لمثل هذه المواضيع بسبب تحديات العصر الحديث.

ومن خلال ما سبق يمكن اقتراح مجموعة المواضيع التي تحتاج إلى الدراسة:

- دور المشتقات المالية في تنشيط الأسواق المالية.

- تأثير الأزمة المالية العالمية على الأسواق المالية الناشئة.

قائمة المراجع

قائمة المراجع

1- الكتب

1-1- الكتب باللغة العربية

- أبو الخير (مدثر طه) وأحمد (السقا السيد)، مشاكل معاصرة في المراجعة، مطابع غياش، مصر، 2002.
- أبو العلا (إبراهيم) وآخرون، الأزمة المالية العالمية، مركز النشر العالمي، جامعة الملك عبد العزيز، جدة، المملكة العربية السعودية، الطبعة الأولى، 2009.
- أندوراس (عاطف وليم)، السياسة المالية وأسواق الأوراق المالية، مؤسسة شباب الجامعة، الإسكندرية، مصر، 2005.
- بلواني (أحمد مهدي)، أزمة عقار أم أزمة نظام، الأزمة المالية العالمية، مطابع جامعة الملك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية، الطبعة الأولى، 2009.
- التميمي (أرشد فؤاد) وسلام (أسامة عزمي)، الاستثمار بالأوراق المالية، دار الميسرة، عمان، الطبعة الأولى، 2004.
- جرينسبان (آلان)، عصر الاضطرابات مغامرات في عام جديد، دار الشرق، القاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 2008.
- حسن (سمير عبد الحميد رضوان)، المشتقات المالية ودورها في إدارة المخاطر، دار النشر للجامعات، مصر، 2001.
- حسين (عصام)، أسواق الأوراق المالية (البورصة)، أسامة للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2008.
- حماد (طارق عبد العال)، المشتقات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001.
- الحناوي (محمد صالح) ومصطفى (نحال فريد) والعبد (جلال)، الاستثمار في الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2003.
- الحناوي (محمد) ومصطفى (نحال فريد) وإسماعيل (السيدة عبد الفتاح) والصفوي (السيد)، الاستثمار في الأوراق المالية وإدارة المخاطر، المكتب الجامعي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2007.
- حنفي (عبد الغفار)، أساسيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2001.
- حنفي (عبد الغفار)، الاستثمار في الأسواق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2000.

- حنفي (عبد الغفار)، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2004/2003.
- حنفي (عبد الغفار)، إستراتيجيات الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2007.
- حنفي (عبد الغفار) وقرياقص (رستمية)، أسواق المال، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2000.
- خان (محمد يونس) وغرايبة (هشام صالح)، الإدارة المالية، مركز الكتب الأردني، الأردن، 1995.
- الخطيب (سمير)، قياس وإدارة المخاطر بالبنوك، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2005.
- خلف (فليح حسن)، الأسواق المالية والنقدية، عالم الكتب الحديث، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2006.
- الخليل (أحمد محمد)، الأسهم والسندات وأحكامها في الفقه الإسلامي، دار ابن الجوزي، المملكة العربية السعودية، الطبعة الثانية، 2006.
- رمضان (زياد)، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، 1998.
- رمضان (زياد)، مبادئ الاستثمار المالي والحقيقي، دار وائل، عمان، الأردن، الطبعة الرابعة، 2007.
- رمضان (زياد) وشموط (مروان)، الأسواق المالية، الشركة العربية المتحدة للتسويق والتوريدات، مصر، 2008.
- الزرري (عبد النافع عبدالله) وفرج (غازي توفيق)، الأسواق المالية، دار وائل للنشر، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2001.
- السويلم (سامي)، صناعة الهندسة المالية، بيت المنشورة للتدريب، الكويت، 2004.
- الشرقاوي (عبد الحكيم مصطفى)، العولة المالية وإمكانات التحكم في عدوى الأزمات المالية، دار الفكر الجامعي، الإسكندرية، مصر، 2005.
- شكري (ماهر كنج) ووعوض (مروان)، المالية الدولية العملات الأجنبية والمشتقات المالية، معهد الدراسات المصرفية، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2004.
- الشوارة (فيصل محمود)، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار وائل، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2008.
- صافي (وليد) والبكري (أنس)، الأسواق المالية والدولية، دار المستقبل، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2009.
- العبادي (هاشم فوزي دباس)، الهندسة المالية وأدواتها بالتركيز على إستراتيجيات الخيارات المالية، الوراق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، الطبعة الأولى، 2008.

- عبد الحميد (عبد المطلب)، الديون المعرفية المتعثرة والأزمة المالية المعرفية العالمية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2009.
- عبد الله (أمال كامل)، النظام القانوني لعقود مبادلة الأصول المالية المنقولة، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 2004.
- العلي (أسعد حميد عبيد)، استراتيجيات الاستثمار في الخيارات المالية، مركز يزيد للنشر والتوزيع، الأردن، 2005.
- عليوة (السيد)، تحليل مخاطر الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار الأمين، القاهرة، مصر، 2006.
- قنطجحي (سامر مظهر)، ضوابط الاقتصاد الإسلامي في معالجة الأزمات المالية العالمية، دار النهضة، دمشق، سوريا، الطبعة الأولى، 2008.
- كويل (براين)، مبادلة العملات، قسم الترجمة بدار الفاروق، القاهرة، مصر، الطبعة الأولى، 2005.
- كويل (براين)، نظرة عامة على الأسواق المالية، دار الفاروق، مصر، الطبعة الأولى، 2006.
- مسعود (سميح)، الأزمة المالية العالمية، دار الشروق للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2010.
- معروف (هوشيار)، الاستثمار والأسواق المالية، دار الصفاء للنشر والتوزيع، عمان، الأردن، 2003.
- معروف (هوشيار)، الاستثمارات والأسواق المالية، دار صفاء للنشر والتوزيع، عمان، الطبعة الأولى، 2009.
- ملاك (وسام)، البورصات والأسواق العالمية، دار المنهل اللبناني، لبنان، الطبعة الأولى، 2003.
- ناصر (سليمان)، علاقة البنوك الإسلامية بالبنوك المركزية الحديثة في ظل المتغيرات الدولية الحديثة، مكتبة الريام، الجزائر، الطبعة الأولى، 2006.
- النجار (فريد)، المشتقات والهندسة المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، مصر، 2009.
- هندي (منير إبراهيم)، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1999.
- هندي (منير إبراهيم)، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، 1993.
- هندي (منير إبراهيم)، إدارة المخاطر: عقود الخيارات، منشأة المعارف، الإسكندرية، مصر، الطبعة الأولى، 2007.
- هندي (منير إبراهيم)، أدوات الاستثمار في أسواق رأس المال: الأوراق المالية وصناديق الاستثمار، المكتب العربي الحديث، الإسكندرية، مصر، 2003.
- هيتي (نوزاد)، مقدمة في الأسواق المالية، دار الشط، طرابلس، ليبيا، 1998.

1-2- الكتب باللغة الأجنبية

- Bodie Zvi and Kane Alex and Marcus Alan. J, **Essentials of Investments**, The McGraw-Hill, 5th Edition, USA, 2003.
- Borak Szymon and Härdle Wolfgang Karl and Cabrera Brenda l'opez , **statistics of financial Markets**, springer , Berlin, Germany.
- Bossaerts Peter and degaard Bernt Arne, **Lectures on Corporate Finance**, World Scientific Publishing, USA, 2th Edition, 2006.
- chern Liang, **Financial Mathematics**, Department of mathematics national Taiwan University, Taiwan.
- Choudhry Moorad, **Fixed income securities and derivatives Handbook**, Bloomberg press ,USA , 2005.
- Grav Simon and place Joanna, **Financial derivatives**, handbooks in central banking, n°17 England, march 1999.
- Hull John. c, **Options, Futures, & other Derivatives**, prentice hall , 5th edition, toronti, 2003.
- Kolb Robert .W and Overdahl James .A, **financial Derivatives**, john Wiley, Canada, 3rdEdition, 2003.
- McCafferty Thomas, **Option demystified**, McGraw-Hull, New York, 2006.
- McMillan Lawrence. G, **Profit with options**, John Wiley, New York, 2002.
- Reilly Frank. k and Brown Keith .C, **Investment Analysis and Portfolio Management**, Charlottesville, 6th Edition, USA.
- Ward Robert. W, **Options and Options Trading**, MC Graw-Hill, USA, 2004.
- Werner Frank. M and Stoner james. A.F, **Modern Financial Managing**, Freeload press , 3rd Edition, USA, 2007.

2- الرسائل والمذكرات الجامعية

2-1 الرسائل الجامعية

- براق (محمد)، بورصة القيم المتداولة ودورها في تحقيق التنمية مع دراسة حالة الجزائر، رسالة مقدمة لنيل درجة دكتوراه دولة في العلوم الاقتصادية، معهد العلوم الاقتصادية، جامعة الجزائر، 1998.
- بوكساني (رشيد)، معوقات أسواق الأوراق المالية العربية وسبل تفعيلها، رسالة لنيل الدكتوراه في العلوم الاقتصادية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2006/2005.

2-2- المذكرات الجامعية

2-2-1- المذكرات بالعربية

- آل غزوي (حسين عبد الجليل)، حكومة الشركات وأثرها على مستوى الإفصاح في المعلومات المحاسبية، رسالة ماجستير، الأكاديمية العربية في الدنمارك، 2010.
- أوكيل (نسيمة)، تحليل الاستثمار في سوق الأوراق المالية مع دراسة حالة الأسواق المالية الناشئة، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص نقود ومالية، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2003.
- بن الضب (علي)، دراسة تأثير الهيكل المالي وسياسة توزيع الأرباح على قيمة المؤسسة الاقتصادية المدرجة بالبورصة، مذكرة مقدمة لاستكمال متطلبات شهادة الماجستير في علوم التسيير، جامعة قاصدي مرباح، ورقلة، الجزائر، 2009/2008.
- بن عيسى (عبدالرحمان)، دور حوكمة الشركات في رفع كفاءة الأسواق المالية، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير، تخصص مالية ومحاسبة، معهد العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الدكتور يحي فارس بالمدينة، الجزائر، 2009/2008.
- حفيظ (عبد الحميد)، أدوات سوق الأوراق المالية ومناهج تقييمها، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم التجارية تخصص مالية، معهد العلوم التجارية، المركز الجامعي العربي التبسي، تبسة، 2004.
- سناجقي (عبد الله)، سوق الأوراق المالية ودورها في تطوير الاستثمار دراسة حالة مجمع صيدال، مذكرة مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في علوم التسيير تخصص مالية ومحاسبة، جامعة حسيبة بن بوعلي، الشلف، الجزائر، 2009/2008.
- علة (محمد)، الدولرة ومشاكل عدم استقرار النقد وأثر الدولار على الاقتصاد الجزائري، مذكرة تخرج مقدمة ضمن متطلبات نيل شهادة الماجستير في العلوم الاقتصادية، تخصص التحليل الاقتصادي، كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير، جامعة الجزائر، 2003/2002.

-الفالوجي (محمد يوسف عنتر)، اختبار كفاءة سوق فلسطين للأوراق المالية عند المستوى الضعيف، مذكرة مقدمة كمتطلب تكميلي للحصول على درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية، غزة، فلسطين، 2007.

-القيشاوي (أحمد عمر شفيق)، العوامل المفسرة لمعوقات إدراج أسهم الشركات المسجلة في قطاع غزة، رسالة مقدمة استكمالاً لمتطلبات الحصول على درجة الماجستير في المحاسبة والتمويل، الجامعة الإسلامية غزة، فلسطين.

-نصار (خالد محمد)، آليات تنشيط سوق فلسطين للأوراق المالية في ضوء المنتجات الهندسة المالية، رسالة ماجستير الجامعة الإسلامية غزة، فلسطين، 2006.

2-2-2- المذكرات بالأجنبية

-Berrag. M, Le marché financier en Algérie entre la réalité et les espérances, Magistère en sciences de gestion, école supérieure de commerce, Alger, Juillet, 1993.

3- المجلات والجرائد

3-1- المجلات

- بدران (علي)، "الإدارة الحديثة للمخاطر المصرفية في ظل بازل 2"، المحاسب المجاز، العدد 23، الفصل الثالث 2005.

- بلعزوز بن علي، "استراتيجيات إدارة المخاطر في المعاملات المالية"، مجلة الباحث، عدد 07، 2010/2009، جامعة قاصدي مرباح ورقلة، الجزائر.

- بوفليح (نبيل)، دور صناديق الثروة السيادية في معالجة الأزمة المالية والاقتصادية العالمية، ملف الأزمات العالمية وتداعياتها الاقتصادية، بحوث اقتصادية عربية، 2010/2009.

- جيافاتسي (فرانثيسكو)، "النمو بعد الأزمة"، مجلة التمويل والتنمية، سبتمبر 2009.

- خان (طارق الله) وأحمد (حبيب)، إدارة المخاطر، المعهد الإسلامي للبحوث والتدريب، جدة، المملكة العربية السعودية، 2003.

- خليفة (يسري حسين)، "العوامل المؤثرة على قرار تبني استخدام المشتقات المالية"، مجلة كلية التجارة للبحوث العلمية، جامعة الإسكندرية، مصر، العدد 1، جانفي 2009.

- دود (راندل)، "الرهونات العقارية الثانوية: مجسات أزمة"، مجلة التمويل والتنمية، ديسمبر 2007.

- دود (راندال) وميلز (بول)، "نفسي المرض: عدوى الرهونات دون الممتازة الأمريكية"، مجلة التمويل والتنمية، جوان 2008.

- ساكاسا (نويل)، "منع الأزمات في المستقبل"، مجلة التمويل والتنمية، ديسمبر 2008.

- شريط (عابد)، "معدل الفائدة ودورية الأزمات في الاقتصاد الرأسمالي"، ملف الأزمات المالية وتداعياتها الاقتصادية، بحوث اقتصادية عربية، العددان 48-49، 2010/2009.
- عامر (أحمد عامر) ، "تداعيات الأزمة العالمية على الأوضاع الاقتصادية والاجتماعية في الجزائر"، ملف الأزمات العالمية وتداعياتها الاقتصادية، بحوث اقتصادية عربية، 2010/2009.
- قندوز (عبد الكريم)، "الهندسة المالية الإسلامية"، مجلة جامعة الماك عبد العزيز، المملكة العربية السعودية، 2007.
- كيتكار (سوهاس) وراثا (ديليب)، "مسارات جديدة للتمويل"، مجلة التمويل والتنمية، جوان 2009.
- لاورا كودريس وأديتيا نارين، "ما الذي يتعين علينا عمله"، مجلة التمويل والتنمية، مارس 2009.
- علة (مراد)، "الأزمة المالية العالمية تأمل ومراجعة"، ملف الأزمات العالمية وتداعياتها الاقتصادية، بحوث اقتصادية عربية، 2010/2009.
- 3-2- الجرائد**
- بدران (مارون)، "ماذا تعني "حرب العملات" للكويتيين؟"، جريدة القبس، الكويت، 17 أكتوبر 2010، العدد 13429.
- فتحي (أحمد) وعبد السلام (عيسى)، "ماذا تعني "حرب العملات" للكويتيين؟"، جريدة القبس، الكويت، 27 أكتوبر 2008، العدد 12720.
- بورصة الكويت تسجل تراجعاً كبيراً للأسبوع الثالث على التوالي، جريدة الشرق، العدد 7808، الأحد 1 نوفمبر 2009.
- 4- المطبوعات**
- الطوخي (عبد النبي إسماعيل)، "التنبؤ المبكر بالأزمات المالية باستخدام المؤشرات المالية القائدة" ، جامعة أسيوط.
- بلحسن (فيصل) وعبو (هدة)، "مخاطر المشتقات المالية"، جامعة حسيبة بن علي، الشلف، الجزائر، 2007.
- نعيمة برودي وحامد أسامة صالح، "تسونامي الرهن العقاري"، بحث مقدم إلى مؤتمر "الأزمة المالية الدولية: تباطؤ الاقتصاد العالمي وآثاره على الاقتصاديات الأوروبية" جامعة بجاية - الجزائر - الفترة خلال 11-12 أكتوبر 2009.
- يونس (زهرة) سودة (محمد)، "تنظيم عقود الاختيار في الأسواق المالية"، جامعة النجاح الوطنية، نابلس، فلسطين، 2006.

5- النصوص التشريعية والتنظيمية والتقارير

5-1- النصوص التشريعية والتنظيمية

– المادة 03 من المرسوم الصادر بقصر السيف بتاريخ 14 أوت 1983 والخاص بتنظيم سوق الكويت للأوراق المالية، والمعدلة بالمرسوم رقم 185 لسنة 2005 الخاص بتعديل بعض أحكام المرسوم الخاص بتنظيم سوق الكويت للأوراق المالية.

5-2- التقارير

5-2-1- التقارير باللغة العربية

– الأزمات المالية العالمية أسبابها- أثارها- انعكاساتها على الاستثمار بدولة الكويت، اتحاد الشركات الاستثمارية، ماي 2009.

– أهم البورصات في العالم، اتحاد الشركات الاستثمارية، الطبعة الأولى، نوفمبر 2008.

– طريقك إلى عالم البورصة، اتحاد الشركات الاستثمارية، الطبعة الثانية، أكتوبر 2008.

– بشنق (زهير)، العمليات المالية المصرفية الإلكترونية، اتحاد المصرف العربية، بيروت، لبنان، 2006.

– تقرير مراقبي الحسابات المستقبلية، بنك قطر الوطني، 2006/12/31.

– رزق (عادل)، دعائم الإدارة الإستراتيجية للاستثمار، اتحاد المصارف العربية، 2006.

– شركة الاستثمارات الوطنية، تقرير حول أداء سوق الكويت للأوراق المالية خلال عام 2010، قطاع البحوث والدراسات، 2010.

– التقرير السنوي لعام 2008، هيئة سوق رأس المال الفلسطينية.

5-2-2- التقارير باللغة الأجنبية

– the annual report, bank of international settlements, October 2008.

6- المنتقيات

– أبو فارة (يوسف)، قراءة في الأزمة المالية العالمية 2008، جامعة القدس المفتوحة، فلسطين.

– أبو فارة (يوسف)، ملامح وأسباب الأزمة المالية العالمية عام 2008 وانعكاساتها على الدول النامية،

الملتقى الدولي الرابع "الأزمة المالية العالمية الراهنة وانعكاساتها على اقتصاديات دول منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا"، الجزائر، 08-09 ديسمبر 2009.

– زغدار (أحمد) وناصر (المهدي)، الأزمة المالية الآسيوية والأزمة العقارية الأمريكية، الملتقى الدولي الثاني

"الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية"، المركز الجامعي خميس مليانة، الجزائر، 5-6 ماي 2009.

- رزيق (كمال) وتوفيق (حسن)، الجوانب النظرية للأزمة المالية، المؤتمر العلمي الدولي السابع " تداعيات الأزمة الاقتصادية العالمية على منظمات الأعمال"، كلية الاقتصاد والعلوم الإدارية، جامعة الزرقاء الخاصة، الأردن، 10-11 نوفمبر 2009.
- الروبي (رمضان محمد أحمد)، الأزمة المالية العالمية، حقائقها وسبل الخروج منها، المؤتمر العالمي السنوي الثالث عشر " الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية"، جامعة المنصورة، 1-2 أبريل 2009.
- الداوي (الشيخ)، الأزمة المالية العالمية، انعكاساتها وحلولها، مؤتمر " الأزمة المالية العالمية وكيفية علاجها من منظور النظام الاقتصادي العربي والإسلامي"، جامعة الجنان، لبنان، 13-14 مارس 2009.
- صالح (صالح) وغربي (عبد الحليم)، كفاءة التمويل الإسلامي في ضوء التقلبات الاقتصادية الدورية، الملتقى الدولي حول "أزمة النظام المالي والمعرفي الدولي وبديل البنوك الإسلامية" جامعة الأمير عبد القادر، قسنطينة، الجزائر، 05-06 ماي 2009.
- زايدي (عبد السلام) ومقران (يزيد)، انعكاسات الأزمة المالية العالمية على الاقتصاديات المغربية.
- بريش (عبد القادر) وطرشي (محمد)، التحرير المالي وعدوى الأزمات المالية، الملتقى الدولي الثاني "الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، المركز الجامعي خميس مليانة، الجزائر، 5-6 ماي 2009.
- قدي (عبد المجيد) والجوزي (جميلة)، الأزمة المالية الراهنة وتداعياتها على الأداء المتوقع للاستثمارات الأجنبية المباشرة: حالة الجزائر، الملتقى الدولي الرابع "الأزمة المالية العالمية الراهنة وانعكاساتها على اقتصاديات دول منطقة الشرق الأوسط وشمال إفريقيا"، جامعة دالي إبراهيم، الجزائر، 08-09 ديسمبر 2009.
- عبد النعيم (محمد احمد) وجلال (هبة السيد) ، الدور الرقابي للدولة في ظل الأزمة المالية العالمية، المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر "الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية"، جامعة المنصورة، 1-2 أبريل 2009.
- عقريب (كمال) وسيد علي (بلحمدي) ، أهم الأزمات المالية الناتجة عن أنشطة الأسواق المالية التقليدية وخيار الأسواق المالية الإسلامية كبديل، الملتقى الدولي الثاني "الأزمة المالية الراهنة والبدائل المالية والمصرفية، المركز الجامعي خميس مليانة، الجزائر، 5-6 ماي 2009.
- علي (أحمد شعبان محمد)، الارتباط بين الاقتصاد العيني والاقتصاد المالي ودور الاقتصاد الإسلامي ومؤسساته المعرفية في تجنب الأزمات المالية، المؤتمر العلمي العاشر "الاقتصاديات العربية وتطورات ما بعد الأزمة الاقتصادية العالمية"، بيروت، لبنان، 19-20 ديسمبر 2009.
- العمrani (عبدالله بن محمد)، السندات من منظور شرعي، المؤتمر العلمي السنوي الخامس عشر: أسواق الأوراق المالية والبورصات، جامعة الإمارات العربية المتحدة.

- العموص (عبد الفتاح) ، الأزمة الاقتصادية العالمية الأسباب والتداعيات والآثار في الاقتصاديات العالمية، المؤتمر العلمي العاشر "الاقتصاديات العربية وتطورات ما بعد الأزمة الاقتصادية العالمية"، بيروت، لبنان، 19-20 ديسمبر 2009.

- أبو الفتوح (فريد نصر)، الرهون العقارية والأزمة المالية العالمية، المؤتمر السنوي الثالث عشر "الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية" جامعة المنصورة، 1-2 أبريل 2009.

- أبو الفتوح (فريد نصر)، العقار والأزمة المالية العالمية ، المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر "الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية" ، جامعة المنصورة، 1-2 أبريل 2009.

- مجاهد (حازم السيد حلمي عطوة)، تداعيات الأزمة المالية الحالية عالميا وأثرها على الوطن العربي، المؤتمر العلمي السنوي الثالث عشر "الجوانب القانونية والاقتصادية للأزمة المالية العالمية"، جامعة المنصورة، 1-2 أبريل 2009.

- سحنون (محمود) ومحسن (سميرة)، مخاطر المشتقات المالية ومساهمتها في خلق الأزمات، المنتدى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، 20-21 أكتوبر 2009.

- خداوي (مصطفى عبد القادر) وبزيرية (أحمد)، الأدوات المالية الإسلامية بين محدودية التعامل وإمكانيات التطور في السوق المالية الإسلامية، المنتدى الدولي الثاني "الأزمة المالية العالمية الراهنة والبدايات المالية المصرفية"، المركز الجامعي خميس مليانة، الجزائر، 5-6 ماي 2009.

- المناصير (علي فلاح) والكساسبة (وصفي عبد الكريم)، الأزمة المالية العالمية حقيقتها، أسبابها وتداعياتها، وسبل العلاج، جامعة الزرقاء الخاصة، الأردن، نوفمبر 2009.

- بياس (منير)، الصوابط الشرعية للتعامل في المشتقات المالية، مداخلة مقدمة إلى المنتدى العلمي الدولي حول الأزمة المالية والاقتصادية الدولية والحوكمة العالمية، جامعة فرحات عباس، سطيف، الجزائر، 20-21 أكتوبر 2009.

7- مواقع الانترنت

-www.kuaitis.com (Consulte le 21/11/2011).

-www.arab-api.org (Consulte le 21/11/2011).

الملاحق

الملاحق رقم (01): قيمة المشتقات المالية المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية

(الوحدة: الدينار الكويتي)

2010	2009	2008	2007	2006	
690951	565217	621855	621855	400826	جانفي
625779	288384	630906	630906	406660	فيفري
668387	288486	722772	722772	465874	مارس
710994	288588	956535	956535	616549	أفريل
545424	294103	1329830	1329830	824931	ماي
379853	299619	1406991	1406991	991270	جوان
622480	853379	1484152	1484152	1157609	جويلية
751245	832907	1843733	1843733	1038601	أوت
795013	813142	1994294	1994294	919593	سبتمبر
889260	809350	2144854	2144854	1596194	أكتوبر
941307	782736	2037292	2037292	1287943	نوفمبر
868876	756122	1849697	1849697	1266321	ديسمبر

الملاحق رقم (02): القيمة السوقية أو الرأسمالية لسوق الكويت للأوراق المالية

(الوحدة: 10⁶ دينار كويتي)

2010	2009	2008	2007	2006	
25831	16597	38459	31631	38001	جانفي
29730	15413	40141	31458	36463	فيفري
29928	15394	35302	32127	30712	مارس
29182	16204	35136	31940	28714	أفريل
27330	16504	30673	33500	29689	ماي
25902	18099	35029	35551	30616	جوان
27628	17239	32752	37613	29428	جويلية
28945	17721	30945	38249	29250	أوت
30957	17785	28362	38668	30894	سبتمبر
31285	29461	25408	38924	33111	أكتوبر
30743	27864	21133	37760	32300	نوفمبر
32035	26937	20713	36981	30630	ديسمبر

الملاحق رقم (03): قيمة المشتقات المالية المتداولة في سوق الكويت للأوراق المالية باللوغاريتم

2010	2009	2008	2007	2006	
13.4458242	13.244965	13.3404622	13.3404622	12.9012827	جانفي
13.3467526	12.5720482	13.3549122	13.3549122	12.9157327	فيفري
13.4126226	12.5724018	13.4908491	13.4908491	13.0516705	مارس
13.4744193	12.5727553	13.7710727	13.7710727	13.3318931	أفريل
13.2093188	12.5916853	14.1005617	14.1005617	13.623055	ماي
12.8475396	12.6102669	14.1569639	14.1569639	13.8067422	جوان
13.3414668	13.656959	14.2103541	14.2103541	13.9618672	جويلية
13.5294871	13.6326773	14.4273029	14.4273029	13.8533852	أوت
13.5861137	13.608661	14.5058007	14.5058007	13.7316865	سبتمبر
13.6981449	13.6039867	14.578582	14.578582	14.2831326	أكتوبر
13.7550246	13.5705508	14.527132	14.527132	14.0685569	نوفمبر
13.6749557	13.535958	14.4305324	14.4305324	14.0516264	ديسمبر

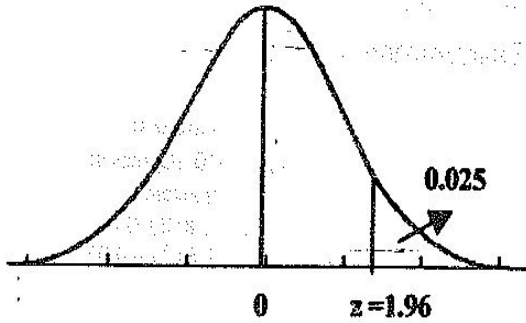
الملاحق رقم (04): القيمة السوقية أو الرأسمالية لسوق الكويت للأوراق المالية باللوغاريتم

2010	2009	2008	2007	2006	
10.1593306	9.71697724	10.557348	10.3618929	10.5453678	جانفي
10.2999119	9.64296659	10.6001535	10.3564086	10.5040533	فيفري
10.3065498	9.6417331	10.4716949	10.3774521	10.3324087	مارس
10.2813074	9.6930134	10.4669815	10.3716144	10.2651401	أفريل
10.2157403	9.71135805	10.3311381	10.4193007	10.2985319	ماي
10.1620755	9.80361197	10.4639316	10.4787236	10.329278	جوان
10.226585	9.75492954	10.3967193	10.535105	10.2897019	جويلية
10.2731528	9.78250566	10.3399667	10.5518727	10.2836349	أوت
10.3403544	9.78611068	10.2528055	10.5627677	10.3383173	سبتمبر
10.350894	10.2908226	10.1428194	10.5693663	10.4076208	أكتوبر
10.3334176	10.2350908	9.95859108	10.5390056	10.3828225	نوفمبر
10.3745843	10.2012561	9.9385168	10.5181595	10.3297352	ديسمبر

الملاحق رقم (05): التوزيع الطبيعي المعياري

" Z " Distribution توزيع 'ز'

جدول (1) : Area under the Normal Curve



Example

$$Z = \frac{X - \mu}{\sigma}$$

$$P(Z > 1.96) = 0.0250$$

z	.00	.01	.02	.03	.04	.05	.06	.07	.08	.09
0.0	.5000	.4960	.4920	.4880	.4840	.4801	.4761	.4721	.4681	.4641
0.1	.4602	.4562	.4522	.4483	.4443	.4404	.4364	.4325	.4286	.4247
0.2	.4207	.4168	.4129	.4090	.4052	.4013	.3974	.3936	.3897	.3859
0.3	.3821	.3783	.3745	.3707	.3669	.3632	.3594	.3557	.3520	.3483
0.4	.3446	.3409	.3372	.3336	.3300	.3264	.3228	.3192	.3156	.3121
0.5	.3085	.3050	.3015	.2981	.2946	.2912	.2877	.2843	.2810	.2776
0.6	.2743	.2709	.2676	.2643	.2611	.2578	.2546	.2514	.2483	.2451
0.7	.2420	.2389	.2358	.2327	.2296	.2266	.2236	.2206	.2177	.2148
0.8	.2119	.2090	.2061	.2033	.2005	.1977	.1949	.1922	.1894	.1867
0.9	.1841	.1814	.1788	.1762	.1736	.1711	.1685	.1660	.1635	.1611
1.0	.1587	.1562	.1539	.1515	.1492	.1469	.1446	.1423	.1401	.1379
1.1	.1357	.1335	.1314	.1292	.1271	.1251	.1230	.1210	.1190	.1170
1.2	.1151	.1131	.1112	.1093	.1075	.1056	.1038	.1020	.1003	.0985
1.3	.0968	.0951	.0934	.0918	.0901	.0885	.0869	.0853	.0838	.0823
1.4	.0808	.0793	.0778	.0764	.0749	.0735	.0721	.0708	.0694	.0681
1.5	.0668	.0655	.0643	.0630	.0618	.0606	.0594	.0582	.0571	.0559
1.6	.0548	.0537	.0526	.0516	.0505	.0495	.0485	.0475	.0465	.0455
1.7	.0446	.0436	.0427	.0418	.0409	.0401	.0392	.0384	.0375	.0367
1.8	.0359	.0351	.0344	.0336	.0329	.0322	.0314	.0307	.0301	.0294
1.9	.0287	.0281	.0274	.0268	.0262	.0256	.0250	.0244	.0239	.0233
2.0	.0228	.0222	.0217	.0212	.0207	.0202	.0197	.0192	.0188	.0183
2.1	.0179	.0174	.0170	.0166	.0162	.0158	.0154	.0150	.0146	.0143
2.2	.0139	.0136	.0132	.0129	.0125	.0122	.0119	.0116	.0113	.0110
2.3	.0107	.0104	.0102	.0099	.0096	.0094	.0091	.0089	.0087	.0084
2.4	.0082	.0080	.0078	.0075	.0073	.0071	.0069	.0068	.0066	.0064
2.5	.0062	.0060	.0059	.0057	.0055	.0054	.0052	.0051	.0049	.0048
2.6	.0047	.0045	.0044	.0043	.0041	.0040	.0039	.0038	.0037	.0036
2.7	.0035	.0034	.0033	.0032	.0031	.0030	.0029	.0028	.0027	.0026
2.8	.0026	.0025	.0024	.0023	.0023	.0022	.0022	.0021	.0020	.0019
2.9	.0019	.0018	.0018	.0017	.0016	.0015	.0015	.0014	.0014	.0014
3.0	.0013	.0013	.0013	.0012	.0012	.0011	.0011	.0011	.0010	.0010

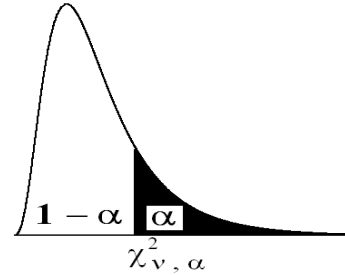
الملاحق رقم (06): التوزيع فيشر عند مستوى معنوية 5% α وبدرجتي حرية d_1, d_2

F Values for $\alpha = 0.05$

d_2	d_1								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
1	161.4	199.5	215.7	224.6	230.2	234.0	236.8	238.9	240.5
2	18.51	19.00	19.16	19.25	19.3	19.33	19.35	19.37	19.38
3	10.13	9.55	9.28	9.12	9.01	8.94	8.89	8.85	8.81
4	7.71	6.94	6.59	6.39	6.26	6.16	6.09	6.04	6.00
5	6.61	5.79	5.41	5.19	5.05	4.95	4.88	4.82	4.77
6	5.99	5.14	4.76	4.53	4.39	4.28	4.21	4.15	4.10
7	5.59	4.74	4.35	4.12	3.97	3.87	3.79	3.73	3.68
8	5.32	4.46	4.07	3.84	3.69	3.58	3.50	3.44	3.39
9	5.12	4.26	3.86	3.63	3.48	3.37	3.29	3.23	3.18
10	4.96	4.10	3.71	3.48	3.33	3.22	3.14	3.07	3.02
11	4.84	3.98	3.59	3.36	3.20	3.09	3.01	2.95	2.90
12	4.75	3.89	3.49	3.26	3.11	3.00	2.91	2.85	2.80
13	4.67	3.81	3.41	3.18	3.03	2.92	2.83	2.77	2.71
14	4.60	3.74	3.34	3.11	2.96	2.85	2.76	2.70	2.65
15	4.54	3.68	3.29	3.06	2.90	2.79	2.71	2.64	2.59
16	4.49	3.63	3.24	3.01	2.85	2.74	2.66	2.59	2.54
17	4.45	3.59	3.20	2.96	2.81	2.70	2.61	2.55	2.49
18	4.41	3.55	3.16	2.93	2.77	2.66	2.58	2.51	2.46
19	4.38	3.52	3.13	2.90	2.74	2.63	2.54	2.48	2.42
20	4.35	3.49	3.10	2.87	2.71	2.60	2.51	2.45	2.39
21	4.32	3.47	3.07	2.84	2.68	2.57	2.49	2.42	2.37
22	4.30	3.44	3.05	2.82	2.66	2.55	2.46	2.40	2.34
23	4.28	3.42	3.03	2.80	2.64	2.53	2.44	2.37	2.32
24	4.26	3.40	3.01	2.78	2.62	2.51	2.42	2.36	2.30
25	4.24	3.39	2.99	2.76	2.60	2.49	2.40	2.34	2.28
26	4.23	3.37	2.98	2.74	2.59	2.47	2.39	2.32	2.27
27	4.21	3.35	2.96	2.73	2.57	2.46	2.37	2.31	2.25
28	4.20	3.34	2.95	2.71	2.56	2.45	2.36	2.29	2.24
29	4.18	3.33	2.93	2.70	2.55	2.43	2.35	2.28	2.22
30	4.17	3.32	2.92	2.69	2.53	2.42	2.33	2.27	2.21
40	4.08	3.23	2.84	2.61	2.45	2.34	2.25	2.18	2.12
60	4.00	3.15	2.76	2.53	2.37	2.25	2.17	2.10	2.04
120	3.92	3.07	2.68	2.45	2.29	2.17	2.09	2.02	1.96
inf	3.84	3.00	2.60	2.37	2.21	2.10	2.01	1.94	1.88

الملاحق رقم (07): التوزيع كاي دو عند مستوى معنوية α وبدرجة حرية ν

Percentage Points of the χ^2 Distribution; $\chi^2_{\nu, \alpha}$
 $P(\chi^2 > \chi^2_{\nu, \alpha}) = \alpha$



ν	α														
	0.001	0.005	0.010	0.025	0.050	0.100	0.250	0.500	0.750	0.900	0.950	0.975	0.990	0.995	0.999
1	10.83	7.88	6.63	5.02	3.84	2.71	1.32	0.45	0.10	0.02					
2	13.82	10.60	9.21	7.38	5.99	4.61	2.77	1.39	0.58	0.21	0.10	0.05	0.02	0.01	
3	16.27	12.84	11.34	9.35	7.81	6.25	4.11	2.37	1.21	0.58	0.35	0.22	0.11	0.07	0.02
4	18.47	14.86	13.28	11.14	9.49	7.78	5.39	3.36	1.92	1.06	0.71	0.48	0.30	0.21	0.09
5	20.52	16.75	15.09	12.83	11.07	9.24	6.63	4.35	2.67	1.61	1.15	0.83	0.55	0.41	0.21
6	22.46	18.55	16.81	14.45	12.59	10.64	7.84	5.35	3.45	2.20	1.64	1.24	0.87	0.68	0.38
7	24.32	20.28	18.48	16.01	14.07	12.02	9.04	6.35	4.25	2.83	2.17	1.69	1.24	0.99	0.60
8	26.12	21.95	20.09	17.53	15.51	13.36	10.22	7.34	5.07	3.49	2.73	2.18	1.65	1.34	0.86
9	27.88	23.59	21.67	19.02	16.92	14.68	11.39	8.34	5.90	4.17	3.33	2.70	2.09	1.73	1.15
10	29.59	25.19	23.21	20.48	18.31	15.99	12.55	9.34	6.74	4.87	3.94	3.25	2.56	2.16	1.48
11	31.26	26.76	24.72	21.92	19.68	17.28	13.70	10.34	7.58	5.58	4.57	3.82	3.05	2.60	1.83
12	32.91	28.30	26.22	23.34	21.03	18.55	14.85	11.34	8.44	6.30	5.23	4.40	3.57	3.07	2.21
13	34.53	29.82	27.69	24.74	22.36	19.81	15.98	12.34	9.30	7.04	5.89	5.01	4.11	3.57	2.62
14	36.12	31.32	29.14	26.12	23.68	21.06	17.12	13.34	10.17	7.79	6.57	5.63	4.66	4.07	3.04
15	37.70	32.80	30.58	27.49	25.00	22.31	18.25	14.34	11.04	8.55	7.26	6.26	5.23	4.60	3.48
16	39.25	34.27	32.00	28.85	26.30	23.54	19.37	15.34	11.91	9.31	7.96	6.91	5.81	5.14	3.94
17	40.79	35.72	33.41	30.19	27.59	24.77	20.49	16.34	12.79	10.09	8.67	7.56	6.41	5.70	4.42
18	42.31	37.16	34.81	31.53	28.87	25.99	21.60	17.34	13.68	10.86	9.39	8.23	7.01	6.26	4.90
19	43.82	38.58	36.19	32.85	30.14	27.20	22.72	18.34	14.56	11.65	10.12	8.91	7.63	6.84	5.41
20	45.31	40.00	37.57	34.17	31.41	28.41	23.83	19.34	15.45	12.44	10.85	9.59	8.26	7.43	5.92
21	46.80	41.40	38.93	35.48	32.67	29.62	24.93	20.34	16.34	13.24	11.59	10.28	8.90	8.03	6.45
22	48.27	42.80	40.29	36.78	33.92	30.81	26.04	21.34	17.24	14.04	12.34	10.98	9.54	8.64	6.98
23	49.73	44.18	41.64	38.08	35.17	32.01	27.14	22.34	18.14	14.85	13.09	11.69	10.20	9.26	7.53
24	51.18	45.56	42.98	39.36	36.42	33.20	28.24	23.34	19.04	15.66	13.85	12.40	10.86	9.89	8.08
25	52.62	46.93	44.31	40.65	37.65	34.38	29.34	24.34	19.94	16.47	14.61	13.12	11.52	10.52	8.65
30	59.70	53.67	50.89	46.98	43.77	40.26	34.80	29.34	24.48	20.60	18.49	16.79	14.95	13.79	11.59
40	73.40	66.77	63.69	59.34	55.76	51.81	45.62	39.34	33.66	29.05	26.51	24.43	22.16	20.71	17.92
50	86.66	79.49	76.15	71.42	67.50	63.17	56.33	49.33	42.94	37.69	34.76	32.36	29.71	27.99	24.67
60	99.61	91.95	88.38	83.30	79.08	74.40	66.98	59.33	52.29	46.46	43.19	40.48	37.48	35.53	31.74
70	112.32	104.21	100.43	95.02	90.53	85.53	77.58	69.33	61.70	55.33	51.74	48.76	45.44	43.28	39.04
80	124.84	116.32	112.33	106.63	101.88	96.58	88.13	79.33	71.14	64.28	60.39	57.15	53.54	51.17	46.52
90	137.21	128.30	124.12	118.14	113.15	107.57	98.65	89.33	80.62	73.29	69.13	65.65	61.75	59.20	54.16
100	149.45	140.17	135.81	129.56	124.34	118.50	109.14	99.33	90.13	82.36	77.93	74.22	70.06	67.33	61.92